

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE
RETOUR A L'ÉTALON D'OR
COMME MOYEN
DE RÉTABLISSEMENT DES CHANGES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Lundi 26 janvier 1920, à 2 heures

PAR

M. COSĂCESCO

Président : M. RIST, professeur.

Suffragants { M. FERNAND FAURE, professeur.
M. GERMAIN MARTIN, agrégé.

PARIS
JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS
15, RUE RACINE, VI^e

1920

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE
RETOUR A L'ÉTALON D'OR
COMME MOYEN
DE RÉTABLISSEMENT DES CHANGES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Lundi 26 janvier 1920, à 2 heures



PAR

M. COSACESCO

Président : M. RIST, professeur.

Suffragants { *M. FERNAND FAURE, professeur.*
 { *M. GERMAIN-MARTIN, agrégé.*

PARIS
JOUVE & C^{IE}, ÉDITEURS
15, RUE RACINE, VI^e

1920

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A Monsieur Maurice SIMONNET
Fondé de pouvoirs de Lloyds and National Provincial
Foreign Bank Ltd.

En signe de respectueuse amitié.



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41551604_0091

LE RETOUR A L'ÉTALON D'OR

COMME MOYEN

DE RÉTABLISSEMENT DES CHANGES

INTRODUCTION

Un mécanisme presque automatique et un déplacement des moyens de paiement et de change d'un pays à l'autre, règlent sans lois apparentes en temps normal, les comptes entre les Etats. Le commerce libre, la circulation des marchandises, des métaux précieux et du papier commercial libre, la mobilité de plus en plus grande des capitaux se déplaçant avec la plus grande facilité au mieux de leur intérêt, laissaient presque passif le rôle de l'Etat dans les règlements extérieurs et ramenaient sans secousse et sans effort la balance à l'équilibre.

Cet équilibre fut rompu par la grande crise actuelle et le rétablissement en est d'autant plus difficile que la guerre a affecté profondément, et on peut le dire définitivement, les moyens financiers particuliers et publics des principaux Etats considérés jusqu'ici comme les

banquiers du monde. Par son étendue et sa généralité la crise des changes provoquée par la grande guerre ne peut être comparée à aucune des crises passées, et les moyens que l'on peut employer pour y remédier tout en étant les mêmes par la force des choses ou en tout cas bien pareils à ceux employés dans le passé, ne pourront certainement pas donner les mêmes résultats et se révéleront impuissants dans l'occurrence. Aussi tous les efforts que les pays belligérants tenteront pour redresser leurs finances ne réussiront pas, à notre avis, à ramener l'état de fait d'avant guerre; ces efforts auxquels nous nous rallions aboutiront certainement à remédier au manque d'équilibre résultant, mais l'équilibre que l'on obtiendra sera très vraisemblablement différent.

Les causes, on les connaît: une concentration presque universelle des forces productives des peuples vers un but autre que les besoins économiques: une concentration telle que la vie des pays belligérants en fut presque paralysée. Toutes les forces économiques des plus puissants Etats en lutte ont encore été insuffisantes et on a fait appel au monde entier qui directement ou indirectement s'est mis à distraire une bonne partie de ses moyens de production pour les mettre au service de la lutte des nations. Pour solder ces dépenses et ces déficits les ressources étaient manifestement insuffisantes — on a essayé de les développer et on en chercha d'autres: les crédits à l'étranger, les emprunts, les impôts,

les émissions de papier-monnaie se multiplièrent au-dessus de la résistance du marché qui devint chancelant.

Il en résulta une balance des comptes défavorable exigeant pour solder les déficits de nouveaux emprunts et l'écoulement à l'étranger des moyens de change. Une avarie de la monnaie s'ensuivit tout naturellement et s'aggrava par les fréquents et énormes emprunts à la circulation. Les changes devinrent incertains et agirent par contre-coup par un resserrement de crédit et par l'aléa qu'ils entraînaient sur la balance des comptes. Comme corollaire le cours forcé du billet de banque et, dans une mesure variable suivant le pouvoir de résistance des pays, sa dépréciation.

En somme une balance défavorable se soldant par des déficits énormes, une avarie de la monnaie par l'écoulement à l'étranger des moyens internationaux de paiement et par les énormes emprunts à la circulation, épuisement des moyens de change, voilà la situation créée aux belligérants par les dépenses qu'ils ont eues à soutenir du fait de la guerre et à laquelle il s'agit de remédier. Ces causes sont intimement liées entre elles par une interdépendance qui fait qu'elles sont effets en même temps et qu'en agissant dans un sens sur l'une d'elles on agit par là-même sur leur ensemble. En faisant des efforts pour redresser la balance des comptes on influence les changes et par là la monnaie intérieure. Inversement en essayant un retour à une saine circula-

tion et en assurant une stabilité des changes on influence la balance des comptes. Ce n'est pas cependant l'opinion de certains auteurs qui ont essayé de démontrer qu'une monnaie dépréciée et des changes défavorables sont au contraire propices au développement économique du pays en agissant comme un puissant stimulant, en empêchant les importations et en encourageant les exportations (1). Sans entrer dans la discussion de ces

1. Il ressort en effet de l'observation attentive à laquelle nous nous sommes livrés que, tous comptes faits, les pays à changes avariés voient leurs règlements extérieurs devenir plus favorables durant la dépréciation de leur monnaie intérieure. Nous avons constaté en même temps que leur prospérité économique s'est accrue dans de très fortes proportions. Il faut donc admettre que les inconvénients incontestables de la crise monétaire se trouvent largement compensés par des avantages.

Ces avantages nous les connaissons : le pays où l'or fait prime est hautement stimulé par une protection énergique contre les importations de marchandises étrangères et par un sérieux encouragement aux exportations des produits nationaux (René Théry, *Rapports des Changes avariés et des Règlements extérieurs* ch. III, p. 232).

En sens contraire :

Mais le change élevé qui dénonce une dépréciation monétaire ne crée-t-il pas en faveur des exportateurs du pays qui la subit une prime importante et constante ? Non, dans ce cas, le taux élevé du change ne traduit que le rapport variable des deux monnaies ; et celle qui est dépréciée, inexportable, s'accroissant chaque jour, reste dans le canal de la circulation intérieure et est absorbée par une élévation graduelle des prix de toutes denrées. Il ne faut donc pas chercher dans la dépréciation monétaire d'un pays le moyen de développer son commerce ou y voir une menace pour les nations à étalon apprécié. Il faut seulement relever la gêne que ces rapports instables causent au commerce international (Jacques Pallain, thèse 1905, p. 168).

La perte sur le change dénonce l'état défectueux de la circu-

théories, nous nous bornons à constater que dans le conflit actuel une bonne monnaie a été une source de résistance par sa puissance d'acquisition et par la stabilité et la certitude dans les transactions, une grande force de crédit. Aussi les gouvernements des pays belligérants se sont-ils préoccupés et ingéniés à en maintenir la force. Nous nous tenons donc à l'opinion classique d'une influence néfaste de la monnaie dépréciée sur l'économie des peuples et l'amélioration de leurs transactions internationales.

lation métallique ou fiduciaire et elle donne en même temps la mesure du dommage causé au pays par un mauvais système monétaire ; elle est en quelque sorte la rançon de l'usage d'une monnaie dépréciée (Arnauné, *La Monnaie, le Crédit et le Change*, p. 85).

Il y a depuis la guerre de très bonnes affaires protectionnistes pour les pays qui ont le change contre eux. Si le change représente 10, 15, 20, 30 0/0 à leur détriment, ils augmentent d'autant le prix de la marchandise et c'est une différence ajoutée aux droits de douane. C'est un élément protectionniste de premier ordre et cependant je demande quel est le protectionniste qui oserait monter à la tribune de la Chambre et déclarer : « Nous sommes satisfaits d'avoir le change contre nous et nous demandons des mesures pour augmenter encore cette hausse du change à notre détriment. » (Yves Guyot, Conférence sur les caractères du libre échange, 18 janvier 1918.)

Les cours du change sont soumis aux variations ordinaires et inévitables des échanges qui, avec une circulation métallique or et argent aux environs du pair, ne dépasseront guère 0,20 par livre sterling. Mais quand on ne rencontre plus dans la circulation que du papier et de l'argent dépréciés, les troubles sont des plus graves, de là dans les prix des marchandises des oscillations continuelles, temps heureux pour les spéculateurs (Clément Juglar, à la réunion du 5 décembre 1899, Société d'économie politique, voir le *Bulletin de la Société*, p. 264).

Donc, revenir à une bonne circulation intérieure, essayer de rendre à la monnaie nationale une valeur stable et en faire un moyen de paiement international, c'est, croyons-nous, encourager le développement économique du pays, à l'abri de tout aléa et de toute incertitude résultant d'une incessante fluctuation des changes. Rendre au commerce et à l'industrie une monnaie à pouvoir d'acquisition certain et stable, c'est les encourager certainement plus que la promesse aléatoire et momentanée d'une prime qu'une mauvaise monnaie pourrait leur faire gagner. C'est mettre à leur disposition les moyens d'acquisition des matières dont ils ont besoin pour permettre un essor économique qui aura infailliblement son effet favorable sur la balance des comptes.

Nous allons donc étudier comment le retour à une bonne monnaie a été réalisé dans le passé, quels sont les moyens dont on s'est servi, quels sont les moyens qu'on a préconisés et essayés pour remédier à la crise actuelle et quelles sont les modalités auxquelles on pourrait s'arrêter en tenant compte de la situation des belligérants, pour obtenir une bonne circulation monétaire permettant le redressement et le rétablissement des changes.

CHAPITRE PREMIER

DE LA MONNAIE ET SON RAPPORT AVEC LES CHANGES

Nous adoptons sans discussion la théorie suivant laquelle une monnaie avariée et des changes incertains ont une influence défavorable soit sur le développement et l'essor économique à l'intérieur du pays, soit sur sa balance des comptes qui en dépend. Mais avant d'aborder la discussion des moyens à employer pour revenir à une circulation basée sur l'étalon or en vue de remédier aux changes erratiques, deux questions se posent de la solution desquelles dépend naturellement l'importance du retour à la monnaie que nous préconisons.

En effet il s'agit en premier lieu de bien se rendre compte du rôle que joue la monnaie dans la stabilisation et l'amélioration des changes, si elle a une influence et laquelle. Autrement dit, il faut discerner quelles sont les relations du change et de la monnaie et leurs variations en rapport l'un de l'autre. Il s'agit ensuite de voir si l'or est la meilleure monnaie internationale, si elle aura après comme avant la guerre le rôle d'intermédiaire

et de régulateur des paiements entre Etats ou si elle doit être répudiée « comme un outil antique et médiocrement efficace », suivant l'expression des MM. Bergès et Besson (1).

Nous divisons donc notre chapitre en deux paragraphes :

§ 1. — *De l'influence de la monnaie sur les variations des changes.*

§ 2. *Du rôle de l'or comme monnaie d'échange international.*

§ 1. — De l'influence de la monnaie sur les variations des changes

Lorsque dans le règlement des diverses dettes et créances existant entre les pays, ces derniers se servent d'une monnaie internationale, — c'est-à-dire ayant le même cours invariable partout, — pour acquitter le solde qui fatalement doit exister toute compensation faite, il est clair que les changes ne peuvent varier que dans la limite bien étroite des dépenses que ce transport de monnaie doit entraîner. Si cette monnaie acceptée par tous les peuples se mettait à varier, son pouvoir de libération qui est constitué d'une relativité, resterait le même et ce serait une variation égale partout ne gênant nullement les transactions.

1. Bergès et Besson, *Problèmes Financiers*, p. 16.

Ce pouvoir libérateur n'appartient pas à la monnaie nationale, au billet de banque. Son pouvoir d'acquisition à l'étranger ne peut être mesuré que sur l'offre qui en sera faite et la demande par les autres pays dans la mesure de leur besoin d'acquitter une dette. Il résulte une différence entre les monnaies nationale et internationale, cette dernière ayant une valeur absolue : cette différence se traduit dans les changes.

En quelle relation le change et la monnaie sont-ils ?

Lorsqu'un pays aura à couvrir un solde résultant d'une balance défavorable, il se servira de sa réserve de change, de ses créances sur l'étranger ; le déficit sera comblé par des expéditions d'or. Un drainage continu amènera un appauvrissement des moyens de paiement. La banque centrale pour la défense de son stock intervient alors par la hausse du taux de l'escompte qui provoquera un resserrement de crédit et donc un resserrement des engagements à l'extérieur. En même temps les capitaux étrangers seront attirés par un loyer plus élevé, de sorte que difficilement le courant s'établirait dans un sens constant des sorties d'or.

Pour les pays qui ne possèdent pas cette réserve de change qui comble les déficits éventuels sans aucune secousse, pour les pays à circulation de papier inconvertible qui à défaut de créances et lettres de changes sur l'étranger ne possèdent autre chose que leur billet, l'équilibre et la stabilité des changes sont-ils possibles ? Comment, ne possédant pas d'or, ces pays régleront-

ils leurs dettes à l'étranger et quelle est l'influence sur les changes, de ce défaut de réserves pouvant le cas échéant combler un déficit même momentané ?

« Les pays qui sont dans cette situation ont un change singulièrement variable et très déprécié. Le change pour eux représente principalement le rapport de la valeur de leur papier intérieur avec l'or ; il varie suivant les écarts de ce rapport ; la question de transport de l'or soit de ce pays aux autres pays, soit de ceux-ci à lui, devient tout à fait accessoire. On se trouve donc en ce cas, en présence de changes erratiques au sens le plus complet de l'expression. Ces changes sont impressionnés d'abord par la quantité des billets à cours forcé officiels ou réels existants dans le pays, ensuite par la situation mobile des finances gouvernementales et par toutes les nuances diverses de l'opinion relativement à l'avenir du papier-monnaie, enfin par le rapport des dettes exigibles et des créances exigibles entre le pays et tous les autres. Mais ce dernier élément qui pour les pays à situation normale détermine surtout les cours du change devient secondaire dans le cas qui nous occupe (1). »

Il est indiscutable qu'un pays à l'étalon papier, surtout lorsque ce papier par son abondance est déprécié, a les changes susceptibles de plus amples variations,

1. Paul Leroy-Beaulieu. *Traité d'Economie politique*, t. IV, p. 157 et suiv.

et il est certain aussi que cette dépréciation est indiquée par la hausse du prix de l'or, c'est-à-dire de la monnaie internationale. Mais d'où provient ce prix élevé du métal jaune dans ces pays ? Est-ce tout simplement parce que le pays obéré par une mauvaise finance recourt au billet de banque inconvertible comme étalon monétaire ? M. René Théry essaie de nous le montrer dans son excellent ouvrage sur l'origine des crises des changes (1), entre autres cas pour expliquer la crise des Etats-Unis de 1860 : « Il faut donc admettre que pour ce premier pays observé, la seule cause de la dépréciation initiale du numéraire intérieur fut d'ordre budgétaire et monétaire : l'émission des billets d'Etat amena un resserrement de la circulation métallique parce que, *n'ayant point confiance dans la monnaie nouvelle*, les possesseurs d'or et d'argent conservèrent leurs métaux précieux ; ceux qui n'en avaient pas consentirent des sacrifices pour les obtenir et de là vint l'appréciation de ces métaux par rapport au papier d'Etat. » L'auteur nous montre que dans l'intervalle la balance des comptes des Etats-Unis de 1850-1860 avait été plutôt favorable, se soldant par des excédents et des rentrées de numéraire, ou en tout cas était en équilibre et loin de produire par elle-même une crise des changes. Celle-ci aurait été engendrée par une crise de crédit, résultant

1. René Théry. *Rapport des changes avariés et des règlements extérieurs*, p. 31.

de la déclaration du cours forcé et du resserrement des crédits. Or une crise de ce genre n'est à craindre ou en tout cas ne peut durer que lorsqu'un pays est dépourvu de réserves de change abondantes et solides pour lui résister. Ce défaut est d'ailleurs la cause même de la déclaration du cours forcé.

Quoi qu'il en soit, et même en admettant qu'une crise des changes puisse être engendrée uniquement par une crise de crédit, une panique, elle ne doit pas subsister une fois la panique passée devant une balance de comptes nettement favorable et devant des moyens de change suffisants pour les règlements extérieurs. Et c'est ce qui arrive : Une panique peut engendrer une crise, mais pour que cette crise persiste il faut que d'autres circonstances y contribuent.

Nous avons vu plus haut que le prix de l'or montait en même temps que celui des lettres de change à cause de la dépréciation de la monnaie nationale provenant elle-même d'une trop grande abondance de papier monnaie et d'émissions trop fréquentes. Goshen trouve même dans cette dépréciation la principale cause de ces variations. « Nous nous trouvons ici — parlant de la hausse survenue après 1861 en Amérique — en face d'un des cas dans lequel l'effet produit a évidemment dépassé ce qui serait résulté d'un simple changement de ce que nous avons appelé le principe élémentaire de la valeur des changes : à savoir : les engagements réciproques internationaux. La hausse a dépassé de beaucoup le

pair des espèces. » — Et plus loin : — « Nous sommes conduits à chercher un autre élément de valeur, un élément qui soit moins limité dans son action, et cet élément nous le trouvons dans la dépréciation de la circulation qui de tous les éléments qui déterminent le prix des effets étrangers est le seul dont on puisse dire qu'il amène des fluctuations sans limites (1). »

Il faut donc admettre cette conception classique d'une influence de l'abondance de la monnaie inconvertible sur les variations du change. Et c'est une simple constatation facilement vérifiable par les faits et à laquelle nous conduit notre argumentation, à savoir : *qu'un pays ne peut avoir de changes erratiques qu'en présence d'une monnaie dépréciée.*

Cependant on peut se demander comment avec une monnaie dépréciée on aurait des changes avariés en face

1. Goshen, p. 188 et suiv., IV, éd. Traduction Say, et aussi : Nous avons vu par la mise en lumière, une influence qui agit sur les fluctuations apparentes des changes étrangers avec une bien plus grande puissance que toutes celles dont nous avons parlé. L'intérêt de l'argent, un excès de dettes sur créances, une panique, la distance et le reste font bien varier les changes dans une proportion insignifiante pour cent; une variation de 10 0/0 due à toutes ces circonstances combinées est considérée comme quelque chose de très extraordinaire et ne se rencontre que dans des cas les plus rares. Mais aussitôt que la dépréciation de la circulation entre comme un des éléments du changement, on peut arriver, comme nous l'avons vu par exemple sur le change de Vienne, à des différences de 50 0/0. C'est ainsi que les changes russes sont constamment dans un état violent de fluctuation à cause de l'énorme quantité de papier qui flotte et qui en réalité est inconvertible.

d'une balance des comptes se soldant par des rentrées de numéraire. Le phénomène est manifestement irréalizable, car alors les dettes du pays se compenseraient avec ses créances et il en resterait même un solde qui devrait contribuer à ce que les changes soient plutôt favorables. On peut soutenir une balance défavorable lorsque le pays possède des réserves de change et aussi longtemps qu'il trouvera des moyens des'acquitter envers l'étranger. Si cet état se prolonge, il se peut que ce pays s'appauvrisse et que sa monnaie s'altère ; mais si à ce moment la balance des comptes devient favorable, la monnaie avariée ou non n'aura plus aucune influence sur les changes, étant simplement fonction de la balance des comptes. Ceci nous amène à une deuxième proposition : *la dépréciation monétaire ne peut être aperçue dans son influence sur le change qu'en tant que la balance des comptes n'est plus favorable au pays à monnaie dépréciée.*

C'est d'ailleurs à quoi on est mené généralement. Une monnaie à cours forcé contribuera à rendre cette balance défavorable. La multiplicité des émissions et la dépréciation qui s'ensuit lorsque la quantité de papier monnaie lancée sur le marché n'est plus mesurée sur les besoins de la circulation mais sur les nécessités d'un gouvernement obéré, ne trouvent d'autres réserves que ces emprunts à la circulation qui ont pour effet une hausse de prix dans le pays à monnaie avariée. Le prix de l'or lui-même se voit entraîné dans cette hausse.

Mais, cette dépréciation ne peut-elle être que d'ordre intérieur ou agira-t-elle aussitôt sur les changes n'ayant plus le pouvoir de fournir une même quantité de monnaie internationale ? « Un gouvernement obéré peut payer ses créanciers intérieurs en monnaie de papier ou d'argent tandis qu'il s'efforce de trouver du change sur l'étranger » (1). M. Nogaró distingue donc ici les deux choses et sépare les phénomènes qui à son avis n'ont aucun rapport de dépendance : la dépréciation du numéraire intérieur ne peut avoir aucune influence sur le cours du change. « Dans ce cas il contribue à faire hausser la prime de l'or au moment même où il émet du papier-monnaie sans qu'il ait pour cela aucune relation de cause à effet entre la hausse de la prime et l'émission nouvelle. Cela est si bien concevable qu'il faudrait démontrer le contraire pour être autorisé lorsqu'il y a coïncidence entre les deux phénomènes à y voir une corrélation. » (2) Ce qui veut dire que même une nouvelle dépréciation d'ordre intérieur s'ensuivrait et serait accompagnée d'une crise des changes, on n'est pas autorisé à en déduire que cette crise est provoquée par autre chose que par la balance des comptes dans ce cas déficitaire et que cette dépréciation n'aurait rien à y voir car « les oscillations du change dans un pays à monnaie

1. Nogaró, *Contribution à une théorie réaliste de la monnaie*, 1906.

2. Nogaró, *Contribution à une théorie réaliste de la monnaie*. (*Revue d'Economie Politique*, 1906, p. 681.)

dépréciée dépendent non de la quantité de monnaie fiduciaire considérée d'une façon absolue ni même d'un rapport entre cette monnaie et son « gage » d'or, mais d'un rapport entre le stock d'or mis à la disposition de ceux qui ont à effectuer des paiements à l'étranger et ces paiements eux-mêmes, autrement dit la balance des comptes (1) ».

Ceci est fort exact et en présence d'une monnaie dépréciée si ceux qui ont des paiements à faire à l'étranger trouvent le stock dont ils ont besoin pour s'acquitter de leurs engagements, le change ne peut hausser qu'en rapport justement de la rareté et la difficulté de se procurer ce stock.

Seulement nous avons vu que la dépréciation — nommons-la simplement intérieure — est en relation directe avec le niveau des prix dans le pays ; à chaque émission nouvelle, à chaque cause augmentant la quantité

1. « Et cette idée repose non pas sur une conception vague comme celle de la vertu un peu mystérieuse qu'exerce la quantité de monnaie sur les prix et sur les changes, mais sur la représentation d'actes humains bien déterminés et dont nous saisissons l'enchaînement. Le commerçant, le banquier qui doit faire un paiement à l'étranger, a une notion très sûre du besoin qu'il éprouve d'avoir de la monnaie d'or : et ce qui lui importe ce n'est pas la quantité de la circulation dépréciée, à moins que ce ne soit un indice d'engagements du gouvernement et de leur influence sur la balance des comptes ; ce n'est probablement pas non plus comme s'il s'agissait d'un établissement privé la relation entre le montant des émissions et l'encaisse métallique ; mais c'est certainement le rapport entre les paiements à effectuer à l'étranger, autrement dit la balance des comptes, et le stock de monnaie d'or disponible pour les règlements à effectuer (Nogaro, *op. cit.*).

de monnaie dans le pays, correspond en principe une hausse générale des prix, indépendamment de la qualité de la monnaie — exemple les pays neutres où les prix ont augmenté aussi bien que chez les belligérants à cause principalement de l'afflux d'or (1).

Les commerçants de ce pays sont alors poussés à importer beaucoup plus des pays où les prix sont restés à un niveau plus bas, que ces pays mêmes seraient tentés d'en acheter aux premiers. Il en résulte un renversement de la balance des comptes qui a pour conséquence, lorsqu'il s'agit d'un pays à monnaie non avariée, une fuite des moyens de paiement jusqu'au moment où le nivellement des prix entre les pays tire tout avantage à cette opération, et lorsqu'il s'agit d'un pays à monnaie avariée dont la monnaie ne peut servir aux paiements étrangers, une demande excessive d'effets

1. Ce parallélisme très intéressant entre la hausse des prix dans ces différents pays et la baisse du cours du change semble une très remarquable confirmation de la théorie classique d'après laquelle le cours du change ne fait que traduire les différences de pouvoir d'achat de la monnaie.

Un écrivain suédois, M. Cassel, dans l'*Economic Journal* 1916, a fourni une vérification statistique assez intéressante de cette idée que le cours du change ne traduit que le dénivèlement des prix, la perte de jouissance d'achat des monnaies nationales. Pour cet écrivain l'écart du change par rapport au pair est égal au rapport entre le dénivèlement dans un pays et le dénivèlement de l'autre par rapport également au pair, c'est-à-dire en prenant pour base le prix 100. Rist, *Cours d'Economie politique professé à la Faculté de Droit de Paris*, année 1917-1918.

Voir aussi l'article de M. Georges Lachapelle, *La Hausse des Prix* (*Revue de Paris* du 1^{er} avril 1919, p. 604).

sur le pays créateur qui seront pour les causes indiquées, très rares. Aucun moyen ne peut empêcher la baisse du cours et la hausse du cours étranger jusqu'à ce que d'elle-même cette opération s'arrête le jour où l'importateur verra absorbé en différence de cours ou agio, tout le bénéfice qu'il tirait d'une différence de prix en ce cas apparente.

Nous voyons donc qu'à ce point de vue la dépréciation de la monnaie nationale contribue à rendre défavorable la balance des comptes et par là agit sans aucune limite sur le cours du change en dehors de celle qui lui est assignée par sa propre dépréciation. D'où notre troisième proposition :

La dépréciation monétaire agit sur les changes en influençant d'une manière défavorable la balance des comptes.

Laissant de côté le facteur de la confiance ou la défiance que l'on peut avoir dans la valeur des billets émis et de la remboursabilité du papier circulant à cours forcé et les crises de crédit qui comme nous avons vu ne peuvent à elles seules avoir une influence durable et intense sur les fluctuations du cours du change, nous nous trouvons en présence de deux facteurs qui agissent sur ce cours : ce sont la balance des comptes et la qualité de la monnaie. L'une agit sur l'autre et les deux sur le cours du change — on ne peut vraiment pas les distinguer parce qu'on ne peut les séparer. Ce sont les

deux faces d'un même phénomène qui est le paiement des dettes à l'étranger.

Le cours du change ne peut pas rester défavorable devant une balance des comptes se soldant par des excédents quelle que soit la qualité de la monnaie nationale, car « si le solde de cette balance devient favorable en permanence les changes baisseront progressivement puisque l'étranger aura plus à payer d'or à la nation envisagée qu'il n'en aura à recevoir (1) ». Nous ne nous apercevrons donc pas de l'influence sur le change d'une avarie de monnaie tant que cette balance restera favorable.

Par contre, les changes ne varieront et ne baisseront pas, sauf bien entendu entre la petite limite du « gold point » — même avec une balance de compte déficitaire, c'est-à-dire exigeant des envois d'or à l'étranger, tant que l'état monétaire du pays permet ces sorties. Et cette influence, M. Nogaro la reconnaît lorsqu'il écrit que « c'est du rapport entre la balance des comptes et le stock d'or disponible que dépend essentiellement la dépréciation du change dans les pays *qui ne disposent pas d'un stock suffisant pour le règlement normal de leurs changes avec l'étranger* (2) ».

Il résulte donc qu'une balance de comptes constamment déficitaire et impossible à redresser ne peut mener

1. Théry, 172.

2. Nogaro, *op. cit.*, p. 722.

qu'à une avarie des changes, quelle que soit la qualité de la monnaie, de même qu'une balance favorable améliorera la situation du change et le poussera en fin de compte vers la parité. Mais il résulte aussi qu'un pays possédant une situation monétaire solide non seulement est à l'abri des fluctuations incessantes des changes provenant de ce qu'une balance de comptes n'est jamais constamment favorable ou constamment défavorable à ce pays, mais il peut, disposant des moyens de change, agir sur cette balance et la redresser en agissant par là sur le change lui-même.

Les deux doctrines soutenant l'une que la variation des changes provient d'une avarie de la monnaie, l'autre que cette variation n'est autre chose que l'image des variations subies par la balance des comptes, sont en somme parfaitement d'accord et ne s'excluent nullement : « Il n'y a pas d'opposition entre les deux interprétations ; cette opposition est factice. Si la monnaie agit sur le cours du change ou sur son relèvement c'est précisément parce qu'elle agit sur l'équilibre de la balance des comptes et elle ne peut agir que par là (1). »

Pour discerner le rôle joué par la monnaie dans le rétablissement des changes il a fallu montrer comment cette monnaie, quand elle est bonne, c'est-à-dire valant paiement à l'étranger, empêche la balance des comptes de traduire ses variations au change, et comment la

1. Ch. Rist, *op. cit.*

même monnaie avariée précipite le déséquilibre de cette même balance qui engendre des fluctuations de change illimitées. Il résulte donc qu'en contribuant à assainir et à améliorer la monnaie avariée du pays, on agit sur le redressement de la balance et on corrige le change, ce qui est selon nous la première condition du développement économique du pays.

§ 2. — Du rôle de l'or comme monnaie d'échange international

Après la solution donnée au problème monétaire à la suite de la longue querelle entre les monométallistes et les bimétallistes, par l'adoption des Etats les plus puissants d'un système monétaire basé sur l'étalon or, et après la confirmation apportée par les faits en faveur de cette adoption, il paraissait que la base d'une circulation métallique or devait être définitivement mise à l'abri de toute contestation. La guerre, par le bouleversement qu'elle a apporté aux finances de la plupart des pays, a vu naître en foule des théories qui voudraient voir à l'or des imperfections et des insuffisances que paraît-il le conflit actuel aurait mis en évidence.

Deux causes encouragent ces idées : 1^o l'appauvrissement de certains des belligérants et l'avarie de leur monnaie les obligeant à renoncer à une circulation basée sur l'or (1), 2^o les énormes emprunts à la circulation créant

1. Nous voyons la controverse continuer au sujet du rôle de l'or-

une disproportion flagrante entre la quantité de monnaie fiduciaire émise pour le compte des gouvernements et son encaisse métallique lui servant de garantie, rendent impossible la remboursabilité de ces billets en monnaie métallique.

L'ancienne conception que « le créancier peut accepter des moyens de paiement autre que le numéraire, mais s'il les accepte c'est qu'il n'a aucun doute sur la possibilité d'une conversion immédiate en numéraire (1) » commence à être trouvée surannée et démodée par certains auteurs pour qui la monnaie aurait commencé « une évolution qui de la constitution purement matérielle qu'elle possédait, la faisait passer lentement à une nature purement idéale, à l'état d'une valeur abstraite (2) ».

comme métal monétaire. Les fantaisistes, ceux que M. Vissèring, le gouverneur de la banque néerlandaise, considère comme des importuns sans mandat, ont proposé des émissions de billets internationaux payés sur la richesse en puissance des Etats, sur des marchandises. Les Allemands se sont distingués en cet ordre d'idées. Ils aiment à dogmatiser. Avec la dépréciation du mark, due en réalité aux émissions considérables de la Reichsbank, à la dislocation du commerce extérieur, à la cessation des rentrées de capital du paiement des services de transport, des commissions de banque, due aussi à la moindre confiance dans les finances allemandes, il a surgi des théoriciens qui ont affirmé l'inutilité de l'étalon d'or et de la couverture des billets partiellement en métal jaune. Les professeurs domestiqués sont toujours prêts à transformer en doctrine académique les expédients du moment (O. Raftalvich, *Marché Financier en 1918. Journal des Economistes* du 15 janvier 1919, p. 44).

1. Arnauné, p. 65, ch. II.

2. Bergès et Besson, p. 124.

Pour ces auteurs deux raisons poussent à l'abandon des métaux précieux comme mesure des valeurs et à l'immolation de ce que l'on considère comme une fausse idole de notre temps : son inutilité et son impossibilité.

En ce qui concerne la seconde, nous nous appliquerons dans cet ouvrage — et c'est son but même, — à montrer comment malgré l'énorme circulation de billets non couverts et la croissance des besoins monétaires, une convertibilité pourrait être pratiquée par les pays belligérants appauvris, leur permettant de continuer à avoir à la base de leur circulation monétaire, l'or.

Pour ce qui est de l'inutilité de ce retour il nous semble que la guerre actuelle a prouvé au contraire surabondamment que pour soutenir le crédit d'un pays et pour résister à une crise de change, le moyen le plus efficacement employé fut celui d'utiliser les réserves d'or ; aussi toutes les nations sans exception se sont vues obligées de recourir à des mesures de protection de leur stock monétaire et se sont ingéniées à l'augmenter le plus possible. Le billet de banque n'avait cours à l'étranger pour la plupart du temps qu'en tant qu'il était représentatif de ce stock.

Considérer le billet comme représentatif du crédit de la nation n'est pas une idée nouvelle, mais cette notion de crédit est certainement de beaucoup plus variable que la valeur des métaux précieux.

MM. Bergès et Besson dans *Le Problème monétaire et*

fiduciaire arrivent à une solution monétaire « consistant à reléguer l'or à sa place normale d'instrument auxiliaire des échanges et à créer une monnaie beaucoup plus stable qui ne saurait être soumise aux fluctuations continuelles des prix des métaux précieux (1) » et cette monnaie serait le crédit monnayé ayant pour gage la richesse de la nation.

Les billets de la circulation fiduciaire en cours aujourd'hui ne sont pas autre chose, car eux aussi sont des instruments de crédit et les emprunts que les Etats ont faits à la circulation sont certainement garantis comme tous les emprunts sur la richesse du pays. Et cependant nous voyons tous ces billets jouant sur des fluctuations incessantes au gré des nécessités extérieures et des difficultés internes, sans aucun point de repaire auquel ils puissent s'accrocher. Et quel est ce critérium de la richesse d'une nation ? Sa force productive naturellement, qui est celle due à l'ingéniosité de ses habitants, à la richesse de leur sol, à la supériorité d'exploitations des trésors de leur terre ; c'est toute l'activité du peuple corroborant au rendement du sol et aidée par l'intelligence des gouvernants qui crée des valeurs se personnifiant au point de vue international soit en créance sur l'étranger, soit en une marchandise le plus facilement échangeable et dont on se sert par la suite comme moyens de nouvelles acquisitions : l'or. Par là les mar-

1. Bergès et Besson, p. 50.

chandises, et parmi elles les métaux précieux sont pour les pays qui les possèdent représentatives de leurs richesses puisqu'elles sont la richesse même ; mais en quoi un billet pourrait-il d'une manière précise représenter la richesse de la nation et dans quelle mesure, sinon dans celle extrêmement variable que l'étranger lui attribuera en tant qu'il l'estimera nécessaire à des acquisitions ou des paiements à faire dans le pays ?

Or quel est ce rôle d'auxiliaire des échanges que l'on veut attribuer à l'or ? Car ou bien c'est lui qui sert de mesure de valeur pour ce qui s'achète et se vend et qui tous comptes faits complète et couvre le solde impayé, et alors loin d'être auxiliaire l'or est encore le seul moyen de paiement et d'intermédiaire des transactions internationales, ou alors, il doit tout simplement aider et servir comme un moyen dont on pourrait se dispenser sans inconvénients. « Quoi qu'il en soit, d'ailleurs, du rôle joué par l'or pendant cette guerre — rôle explicable, puisque nous vivons encore sous le régime de la monnaie métallique — il n'est pas douteux qu'il a été accessoire et que le crédit et le papier-monnaie ont joué un rôle décisif (1). »

Personne ne contesterait évidemment le grand rôle joué dans la guerre actuelle par le crédit et le papier-monnaie, qui est du crédit aussi, car il n'est autre chose que la confiance accordée aux gouvernements émet-

1. Bergès et Besson, p. 117.

teurs ; mais nous constatons que celle-ci fut extrêmement variable, dépendant non seulement de la solvabilité des débiteurs mais de leurs chances de succès dans la lutte, au point que les cours sur les places neutres indiquaient tout aussi bien le pouvoir d'acquisition d'une monnaie nationale que la position plus ou moins avantageuse des nations dans le conflit. Et il faut ne pas voir toutes les causes qui impressionnent le crédit d'un Etat pour pouvoir en faire une mesure des valeurs. Car si les métaux précieux subissent dans leur pouvoir d'acquisition des variations dans le temps — et encore sont-elles de beaucoup plus faibles que celles du papier-monnaie — en tout cas ces variations n'existent pas dans l'espace et ne peuvent gêner les transactions entre pays ayant adopté cet étalon. Il est entendu que l'or n'est qu'une « simple marchandise dont le prix est sujet à variations » mais ces variations sont certainement moins violentes et plus inoffensives que celles d'un simple « titre de crédit gravé sur du métal au lieu de l'être sur du papier » auquel ces auteurs veulent bien l'assimiler.

Pour une cause commune et d'importance capitale pour l'existence des peuples, les nations ont intimement lié leurs intérêts pendant la guerre ; les alliances ont fait ici de leur mieux pour se soutenir mutuellement dans un effort auquel chacun était directement intéressé. Les pays puissants ont soutenu et pris à leur charge le crédit chancelant de leur partenaire : il en a résulté une puissance, un pouvoir d'acquisition, un soutien des

changes qui n'étaient pas ceux de chacun des belligérants, mais qui résultaient de tous leurs moyens et de tout leur crédit réunis. Sur les marchés neutres la monnaie de l'Autriche ne représentait plus son pouvoir d'acquisition ni son crédit, mais un pouvoir nouveau emprunté à l'ensemble du parti combattant et représentant comme une moyenne du mark et de la couronne réunis. Pour les alliés, l'Angleterre, la France et ensuite les Etats-Unis ont réuni leurs efforts pour soutenir leur crédit et surtout celui des alliés qui sans cela se serait vu certainement dans l'impossibilité de continuer la lutte à défaut de moyens de paiement. Tout cela fut fait dans un but déterminé et ce but une fois atteint, le crédit devient lors de la liquidation bien chancelant et la valeur de la monnaie nationale tombe variablement à son vrai pouvoir d'acquisition. Ce genre de crédit a joué il est certain son rôle pendant la guerre, comme il a pu et à défaut d'autre choses alors même qu'une alliance tenait de bien près les deux intérêts du débiteur et du créancier. Mais il ne faut pas déduire de là qu'un pays peut prendre ce qui fut provisoire et forcé pour le normal et le définitif, au risque de s'apercevoir trop tard que la richesse sur laquelle il avait fondé ses signes monétaires était une richesse illusoire et empruntée (1).

1. On a tellement contracté l'habitude de la solidarité entre alliés et associés, qu'on a pris confiance et qu'on a écarté l'idée d'une liquidation inattendue. Cependant il fallait bien prévoir que, tôt ou tard, l'appui réciproque viendrait à disparaître, qu'il

Et nous pensons que nous sommes encore bien éloignés d'un étalon monétaire fictif et d'une valeur qui lui soit octroyée invariablement quoique arbitrairement, en dehors de toute valeur intrinsèque.

faudrait marcher sur le sol sans béquilles. C'est ce qui est arrivé pour les changes (A Raffalovich, *Réflexions d'Economiste. Journal des Economistes*, 15 avril 1919, p. 32).

CHAPITRE II

L'EXPÉRIENCE DU PASSÉ

L'émission de monnaie fiduciaire, fut un des moyens le plus efficace et par conséquent généralement employé par le Trésor pendant les guerres, pour se procurer les fonds immédiatement nécessaires afin de faire face aux besoins de l'Etat. Comme en même temps c'était une modalité commode de se procurer des capitaux, n'entraînant aucune charge, beaucoup d'Etats lui en donnèrent la préférence, et le cours forcé décrété par la suite n'en était que la conséquence fatale. Aussi le cas des pays ayant financé une guerre sans avoir eu recours à la suspension de la remboursabilité est-il tout à fait exceptionnel.

Cependant si les gouvernements des différents pays ont utilisé en règle générale l'émission de papier comme ressource financière au service de leur pays, tous n'ont pas été aussi empressés de procéder à l'assainissement de leur monnaie aussitôt la paix revenue. Des théoriciens, dans le passé comme de nos jours, sont venus

expliquer que l'abondance monétaire quelle qu'en fut la qualité intrinsèque était un bienfait pour le pays ; les inflationnistes ne sont pas une création du conflit actuel et spécialement dans les pays où ce retour à une circulation normale devait entraîner de grands sacrifices et une politique sévère d'économie et d'équilibre budgétaire, les gouvernements se laissèrent aller vers de faux principes démontrant que l'avarie de la monnaie nationale, loin de causer un tort au pays, devait avoir au contraire un effet salubre en encourageant et amplifiant la production. Et ce n'est qu'en présence des troubles dérangeant et désorganisant toute l'activité, paralysant les entreprises et les relations commerciales avec l'étranger et acculés à la faillite que certains gouvernements ont décidé de réagir (1). Les difficultés qu'ils rencontrèrent furent d'autant plus grandes que le

1. L'instabilité de la valeur de l'instrument des échanges, fait que les affaires avec le dehors sont fort difficiles, elles ne peuvent s'opérer qu'au comptant. Un commerçant étranger ne peut vendre à crédit à un pays qui a le cours forcé, puisque à l'échéance sa créance pourrait se trouver singulièrement diminuée par suite des variations du change.

Le cours forcé est donc pour un peuple une cause d'isolement économique. Si l'on dit que les exportations sont quelquefois développées par ce régime qui diminue le prix de revient de beaucoup de marchandises nationales, nous répondons que ce résultat n'est même pas désirable. Ce prix de revient ne peut être diminué par le cours forcé que parce que nonobstant la dépréciation des billets, les salaires n'ont pas haussé : cela équivaut à dire que les salaires ont baissé en réalité (P. Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des Finances*, t. II, p. 563).

mécanisme de l'activité économique en était plus profondément atteint.

§ 1. — Quelques crises monétaires
dans les principaux pays

En *Russie* (1) le papier monnaie émis la première fois en 1768 sous le nom d'assignats, augmenta dans des proportions considérables jusqu'en 1817, le gouvernement ayant trouvé là le moyen facile de se procurer les ressources nécessaires par des emprunts à la circulation, pour soutenir les guerres contre la Turquie et contre Napoléon. Malgré les essais qui furent faits à partir de cette date pour réduire la disproportion qui existait entre ces billets non gagés et les besoins de la circulation, soit par des emprunts intérieurs payables en assignats soit par des emprunts en or conclus à l'étranger pour le paiement des intérêts de la dette, le papier-monnaie subissait cependant une perte de $\frac{3}{4}$ de sa valeur nominale par rapport au métal (argent) qu'il représentait. Si bien qu'en 1843 ces assignats furent remplacés par des roubles crédits ayant la même valeur que le rouble argent et consolidant la perte du papier émis extérieurement, un rouble crédit devant repré-

1. Paul Cahen, *L'Abolition du cours forcé en Russie et en Autriche dans les Questions monétaires contemporaines*. Larose et Tenin, 1905. Arnauné, *op. cit.*

senter 3,50 roubles assignats. Ces nouveaux billets étaient garantis par le domaine public ainsi que par une encaisse métallique représentant un peu plus d'un tiers de la circulation du papier s'élevant en ce moment à 230 millions de roubles.

Le résultat de cette réforme se fit immédiatement sentir sur le cours du rouble-papier qui s'éleva presque au pair métallique, qu'il dépassa même en 1853 malgré une balance de commerce plutôt défavorable. Pendant la guerre de Crimée le gouvernement eut recours à de nouvelles émissions, les billets en circulation devaient dépasser 700 millions de roubles, et l'encaisse métallique descendit à moins de 100 millions de roubles. La monnaie fut à nouveau avariée et les changes devinrent tout à fait incertains.

Quelques tentatives suivantes pour redresser et stabiliser le cours du papier-monnaie sujet à toutes les fluctuations d'un marché incertain, ne donnèrent pas de meilleurs résultats, et après la guerre de Crimée, la guerre Turque de 77 éprouva encore une fois les finances pas trop solides du gouvernement russe.

A partir de 1885 sous l'impulsion du ministre de Witte une série de mesures furent prises et tout un plan financier fut élaboré pour remédier à l'avarie monétaire dont souffrait le pays depuis plus de cent ans.

Ces mesures se réduisent à quelques points : développer l'activité économique du pays soit pour agir sur la balance extérieure soit pour rendre utilisable la quan-

tité de monnaie dont le marché était suchargé ; fixer le cours du rouble crédit à une valeur équivalente en or pour rendre à celui-ci un point d'appui pour son pouvoir d'achat. Enfin comme corollaire de cette deuxième mesure il fallait constituer un stock d'or assez solide pour pouvoir permettre l'échange libre de ces billets en métal, sans cela la valeur conférée au rouble crédit serait restée tout à fait illusoire.

Pour stabiliser le cours du rouble, il était impossible de relever au pair ancien une monnaie trop dépréciée ; il aurait été en effet excessivement difficile sinon impossible de garantir au porteur de ces billets une contrepartie métallique équivalente à sa valeur nominale. Le Comité des Finances se décida donc en 1897 à consolider encore une fois la perte du rouble papier, et cette perte fut évaluée d'après le cours du change à $\frac{1}{3}$ de sa valeur nominale. Il fut donc décidé que le rouble crédit s'échangera désormais contre $\frac{2}{3}$ de rouble or et c'est sur ce rapport que devait avoir lieu la remboursabilité à laquelle on voulait aboutir et que la frappe des monnaies métalliques or devait être faite.

Une fois la fixation de l'étalon selon le cours du papier par rapport au métal il s'agissait de maintenir à la circulation fiduciaire la valeur qui venait de lui être assignée et pour cela deux mesures furent considérées comme indispensables : 1° ne plus émettre d'autre papier pour ne pas retomber dans la dépréciation dont on voulait sortir ; 2° constituer un stock d'or assez puissant

pour pouvoir donner une garantie solide à la monnaie fiduciaire en assurant la remboursabilité en monnaie métallique et pour pouvoir soutenir le cours du rouble en cas de crise entraînant une balance de comptes défavorable.

Pour constituer le stock métallique nécessaire il était difficile de recourir à des emprunts intérieurs sinon pour rembourser à la banque de Russie, créée en 1869, — institution d'Etat ayant seule le droit d'émettre des billets, — une partie de ceux émis pour le compte de l'Etat (1). Le pays sortant d'une circulation monétaire avariée ne pouvait disposer que de faibles ressources d'or, de sorte qu'on ne pouvait pas non plus compter sur le rendement en or des impôts. C'est en stipulant le paiement des droits de douane en or que le gouvernement essaya surtout de centraliser les ressources métalliques du pays ; on acheta aussi une bonne quantité de métal en lingots et monnaie étrangers. Le stock ainsi obtenu s'éleva en 1895-1896 à 250 millions de roubles or et argent.

Mais ce fut surtout les cinq emprunts contractés à l'étranger de 1889 à 1894 qui procurèrent à l'Etat le stock nécessaire. Ces emprunts s'élevant à 718.300.000 de roubles en nominal et dont on se servit soit pour des acquisitions à l'étranger des matériaux nécessaires

1. Ainsi furent remboursé à la banque et retiré de la circulation, 160.000.000 de roubles.

au développement économique du pays, soit pour constituer des capitaux nécessités par la mise en valeur de la richesse nationale, mais dont une bonne partie, 226 millions, vint grossir le fond de garantie de la banque d'Etat.

Ces mesures eurent pour résultat de permettre la remboursabilité des billets qui depuis circulèrent au pair de l'or ; et jusqu'au conflit actuel l'Etat Russe, par une politique conforme et fidèle aux principes qui ont dicté la réforme de Witte, put maintenir le cours de sa monnaie fiduciaire à l'abri de toutes fluctuations, en recourant le plus rarement possible à des émissions qui ne fussent pas réclamées par les besoins de la circulation et en défendant le plus possible l'appauvrissement du stock de garantie en faisant surtout jouer le mécanisme de l'escompte qui fut maintenu, même aux époques où l'encaisse était très solidement assise, à 6 et 6 1/2 o/o.

Nous voyons donc, qu'au bout d'une longue période d'efforts soutenus, la Russie a pu assurer la remboursabilité de ses billets en s'efforçant de développer sa puissance économique et en améliorant sa monnaie nationale, en la transformant par la constitution d'un fonds de garantie suffisant en monnaie internationale.

Suivant la communication faite le 5 juin 1900 à la Société d'Economie politique par M. Lamanski, ancien gouverneur de la banque de Pétrograde, la banque de Russie avait en caisse plus de 400 millions d'or en excédent sur la circulation, ce qui représentait un stock d'or

de 900 millions de roubles pour 500 millions de billets en circulation.

Les principaux moyens dont l'Etat Russe se servit pour réaliser la réforme furent :

La limitation des émissions ;

Les emprunts or effectués à l'étranger.

L'*Italie* (1) est un des pays où les mauvais effets d'une émission abondante de papier ont été dus pour la plupart du temps à la mauvaise administration financière du pays et à une organisation défectueuse des banques d'émission. Depuis 1866 le pays fut presque en permanence au régime de l'inconvertibilité du billet de banque malgré les essais faits particulièrement à deux reprises pour l'amélioration de la situation monétaire.

Ce fut pour la première fois la loi du 7 avril 1881 qui permit la suppression du cours forcé en décidant la remboursabilité d'une bonne partie des billets circulant pour le compte du Trésor ou en représentation des emprunts faits par lui aux banques d'émission. Cette part des emprunts du Trésor pesait sur la circulation pour une somme de 940 millions, alors que toute l'émission du consortium des six banques d'émission (2), la

1. Edmond Théry, *Situation économique et financière de l'Italie* (Paris Economiste Européen, 1903) ; Emmanuel Fochier, *La Circulation fiduciaire et les crises du change en Italie et en Espagne*. — *Les Questions monétaires*, 1905. Larose et Tenin.

2. La Banque nationale d'Italie, la Banque nationale de Tos-

dette de l'Etat comprise, ne s'élevait pas à 1.700 millions.

Il fut donc considéré qu'en remboursant aux banques leurs avances et en limitant le chiffre des émissions on pourrait revenir à une convertibilité du billet malgré les difficultés et la fragilité que cette opération comportait dans un pays trop appauvri en monnaie métallique par un drainage continu de celle-ci à l'étranger.

Le remboursement des billets émis pour le compte du Trésor s'effectua par le rachat de 600 millions de billets au moyen d'un emprunt réalisé à Londres. La différence de 340 millions devait être remboursée au fur et à mesure, à l'aide des excédents budgétaires.

La loi du 1^{er} mars 1883 autorisa la reprise des paiements en espèce : le stock métallique s'élevait à ce moment à 1.150 millions dont 780 millions or.

La convertibilité des billets de banques italiennes fut donc réalisée à l'aide d'un emprunt or à l'étranger permettant la remboursabilité par l'Etat aux banques, des avances faites à découvert, remboursabilité qui devait être effectuée définitivement et complètement à l'aide des moyens budgétaires.

Cependant le gouvernement ne sut pas profiter de cet assainissement de la monnaie facilement réalisé par une réforme venue en temps opportun et qui avait eu une influence salubre sur le change italien. Il est évi-

cane, la Banque Toscane de crédit, la Banque de Naples et la Banque Romaine, obligées à se reliaient par un consorzio pour l'émission des billets, par la loi du 30 avril 1874.

dent que par suite de la réforme monétaire qui à la différence de la réforme russe s'était effectuée sans aucune perte pour la valeur nominale de la lire, le passif de l'Etat s'est vu grevé des arrérages d'une dette contractée à l'étranger, arrérages qui auraient pu être facilement payés par des ressources normales, si le gouvernement s'était efforcé à réaliser sagement une politique d'économie et d'organisation des ressources budgétaires.

Au lieu de cette politique, tout un plan de travaux publics fut envisagé et encouragé par une situation financière qui tout en n'étant pas mauvaise était cependant loin de permettre et d'encourager [de fortes dépenses. En même temps, des fautes de politique économique acheminèrent le pays vers une nouvelle crise et une crise de changes suivit, plus violente que la précédente.

Des déficits budgétaires et l'Etat réduit de nouveau à faire appel à des ressources extraordinaires pour équilibrer le budget, aucune orientation dans le développement économique et commercial du pays, eurent comme résultat l'accroissement de la dette du pays envers l'étranger et la conséquence immédiate fut la fuite de la monnaie métallique.

« S'il y eut quelques excédents au budget ordinaire jusqu'en 1885, à partir de 1886 on retombe dans le déficit qui s'élève au total pour cette période à 286 millions. Mais comme il faut tenir compte des dépenses extraor-

dinaires et extra-budgétaires couvertes par l'emprunt en règle générale, on constate alors que pas un budget, même ceux qui paraissent présenter un excédent, n'est réellement équilibré pendant ces dix ans et que le découvert effectif du Trésor s'élève au chiffre formidable de 2.258 millions. C'était autant qu'il avait fallu emprunter surtout à l'étranger, par des émissions incessantes de rentes (1). »

La circulation des billets des banques d'émissions ne s'élevait dix ans plus tard qu'à 1.200 millions mais l'encaisse métallique était réduite à 450 millions, les billets devinrent inconvertibles en fait faute de numéraire et la prime de l'or réapparut plus forte qu'avant la réforme.

En face de cette crise le gouvernement italien pensa à une réorganisation des banques d'émissions dont les abus avaient eu pour conséquence l'engorgement du marché par un papier émis sans couverture et sans garantie, en dehors des limites fixées par la loi. Ce fut l'œuvre des lois du 10 août 1893, 8 avril 1895 et 8 juillet 1897. Les seuls établissements pouvant émettre des billets de banque étaient : la Banque d'Italie, la Banque de Naples et la Banque de Sicile.

On se décida ensuite à suivre une politique de stricte économie pour arriver à équilibrer le budget avec des ressources normales. Enfin pour essayer d'enrayer la

1. Fochier, *op. cit.*, p. 455.

dépréciation monétaire et réagir contre l'avarie des changes deux mesures furent prises :

On décréta que le paiement des droits de douane devait s'effectuer désormais en or ; on pensait que cette mesure qui fut l'œuvre du décret du 8 novembre 1893 devait avoir pour effet de procurer au gouvernement les sommes en or dont il avait besoin pour payer les intérêts de sa dette extérieure et agir en même temps comme une entrave à l'importation, influençant par là la balance commerciale.

En deuxième lieu pour soutenir le crédit très ébranlé des banques d'émissions, une commission de surveillance des émissions et de la circulation fut instituée. En même temps pour procurer une monnaie aux banques acculées par les demandes de remboursement on eut recours à l'émission de 600 millions de billets d'Etat qui devaient servir à rembourser les banques des avances faites au Trésor. Ces billets avaient cours forcé et devaient remplacer les espèces métalliques dans les caisses des banques.

Le gouvernement italien persévérant dans une politique qui avait le double but de reconstituer le stock monétaire perdu et d'affermir le crédit de l'Etat et des banques, réussit à la longue à faire rehausser le change ; la monnaie italienne se cota presque au pair à partir de 1902, avec des variations de peu d'importance résultant du défaut d'une encaisse métallique insuffisante pour soutenir des fluctuations passagères.

Cette deuxième crise de change, conséquence surtout d'une crise de crédit, fut donc en partie atténuée par la reconstitution du stock monétaire à l'aide de droits de douane payables en or et par la substitution du crédit de l'Etat au crédit des banques d'émissions. Près de dix ans d'efforts continus avaient été nécessaires pour atteindre ce but.

En *France* (1) à la suite d'une crise commerciale très violente survenue en 1846, la Banque de France, en face d'une panique provoquée par les événements fut obligée de suspendre le remboursement de son papier. Le gouvernement décréta le 15 mars 1848 le cours forcé ; l'or faisait alors une prime de 7 0/0.

Pourtant les besoins de la circulation réclamaient de nouvelles émissions, le billet de la Banque de France n'était pas surabondant par rapport aux nécessités des transactions, partant il n'était pas déprécié. Le règlement de la balance extérieure étant favorable à la France, le papier-monnaie fut recherché pour les paiements et des soldes de monnaie métallique rentrèrent aussitôt dans le pays. La banque put reprendre ses paiements sans aucun effort ; la balance des comptes favorable empêchait un drainage du numéraire à l'étranger et même contribuait à reformer le stock dont la banque avait été en partie dépouillée en un moment de panique

1. René Théry, *op. cit.*, p. 73 suiv. ; Arnauné, *op. cit.*, p. 427 suiv.

provoquée par la crise. Ce fut par le jeu naturel des régle-
ments extérieurs que la crise monétaire fut conjurée.

Une seconde fois le cours forcé du billet de banque fut décidé lors de la guerre avec l'Allemagne, par la loi du 2 août 1870. L'Etat fit appel à la Banque pour se procurer les moyens de paiement dont il avait besoin : la circulation fiduciaire se vit augmenter de 1.470 millions par suite des avances faites au Trésor (1), augmentation qui pesait sur le marché sans aucune contrepartie métallique. Cependant la reprise des paiements en espèce put être réalisée par la Banque de France avant la fin de l'année 1874. Ce facile retour à l'étalon métallique malgré le drainage d'une grande partie du change dont disposait le pays, nécessité par le règlement de l'indemnité due à l'Allemagne, s'explique par l'afflux de l'or qui depuis quelques années et aussitôt après la guerre, se dirigeait vers la France grâce à une balance des comptes favorable ; mais il s'explique aussi par la ferme volonté du gouvernement, qui se rendait bien compte de tous les inconvénients du cours forcé, de rembourser en premier lieu, comme le plus important, l'emprunt fait à la banque d'émission (2).

1. En vertu d'un traité passé avec la Banque en date du 3 juillet 1871 portant les avances au Trésor à 1.530 millions.

2. Décider deux ans à l'avance la reprise des paiements en espèces, c'est déterminer pour deux années le principe supérieur de la politique financière qu'on entend suivre : *on proclame par là qu'on fera tout ce qui est nécessaire à la reprise des paiements en espèces et qu'on ne fera rien de ce qui est contraire.* Faire le nécessaire, c'est réduire la dette de l'Etat envers la

Conformément aux conventions passées avec la Banque de France, la dette de l'Etat devait être réduite à 300 millions au plus tard à la fin de l'année 1877, date à laquelle devait avoir lieu la reprise par la Banque des paiements en espèce.

Cette volonté clairement exprimée par le gouvernement et loyalement suivie, de rembourser le plus tôt possible l'avance faite au Trésor, pour permettre l'abolition du cours forcé, empêcha la dépréciation du billet et maintint à un taux minime la prime de l'or.

Une balance de comptes favorable et des rentrées d'or, permirent à la Banque de hâter et devancer la fin de la crise.

Ce fut donc une excellente politique financière aidée par un état de prospérité économique du pays qui préserva la France d'une avarie de sa monnaie nationale et de la crise des changes qu'elle aurait entraînée.

Banque de France ; ne rien faire de contraire, c'est renoncer à l'augmenter. Il est malheureusement trop vrai que sous le régime du cours forcé le taux de l'escompte d'une banque dont le papier est inconvertible en espèces est quelquefois déterminé par des considérations étrangères à la situation des affaires intérieures ou internationales. Comme le danger du cours forcé est d'offrir aux affaires des facilités dangereuses, on est exposé à maintenir un taux d'escompte trop haut pour ne pas déprécier l'argent de la circulation, d'autres fois, au contraire, on l'abaisse outre mesure en cédant à des pressions extérieures. Il faut avoir proclamé qu'on veut sortir du cours forcé pour avoir le droit et le pouvoir d'agir comme s'il n'existait pas. Agir comme s'il n'existait pas, telle doit être notre règle de conduite (Léon Say, Exposé des motifs au Budget Général de 1876 présenté à l'Assemblée Nationale le 11 mai 1875. Dans *Les Finances de la France*, publié par André Liesse, t. I, p. 459 suiv., 2^e édition).

En *Angleterre*(1), le cours forcé fut décrété en 1797 à la suite des multiples avances consenties par la Banque d'Angleterre au Trésor, avances nécessaires au Gouvernement Britannique pour faire face aux énormes dépenses qu'entraînait la guerre avec la France. Ce fut la loi du 3 mai 1797, votée par le Parlement, qui releva la Banque de l'obligation de rembourser en espèce ses billets, après un ordre du Conseil privé du 26 février de la même année déclarant nécessaire cette suspension des paiements. En ce moment le montant des avances faites à l'Etat s'élevait à 7.585.645 livres pour une encaisse de 1.272.000, qui dans la crise que traversait le pays se trouvait elle-même menacée par les nombreuses demandes de remboursement. Des lois successives furent votées qui prolongèrent l'existence du cours forcé jusqu'en 1821.

L'abondance du papier résultant des considérables emprunts que l'Etat se vit obligé de faire à la circulation, ainsi que la fuite du métal à l'étranger à la suite de nombreuses dettes contractées à l'étranger soit pour l'entretien de l'armée et les besoins du pays soit pour des subsides à procurer aux alliés, entraînèrent une dépréciation du papier. La prime de l'or s'éleva jusqu'à 29 1/4 0/0.

1. Paul Leroy-Beaulieu, *Traité de la Science des Finances*, t. II ; Arnauné, *La Monnaie, le Crédit et le Change*, 4^e édit.

Cependant on considérait en Angleterre que l'émission du papier au-dessus des besoins de la circulation n'avait aucun rapport avec cette hausse des changes et qu'il fallait surtout chercher la cause de la prime dans une augmentation du prix de l'or. Cette observation ne manquait pas de justesse à notre avis et l'abondance du papier n'avait pas pu manifester son influence sur les changes tant que le pays pouvait disposer des moyens de paiement à l'étranger. Mais si le prix de l'or s'éleva, c'est qu'il était rare dans le pays et alors la monnaie nationale intervenant dans les règlements extérieurs ne pouvait avoir d'autre valeur que celle résultant de la loi de l'offre et de la demande ; dès lors ce fut uniquement par cette loi que se régla le cours des changes.

Ce fut une commission de la Chambre des Communes chargée de faire une enquête sur les causes de la hausse du métal, qui après avoir constaté que non seulement le prix de l'or mais de toutes les marchandises avait augmenté dans les mêmes proportions, arriva à la conclusion qu'il fallait croire à une dépréciation de la monnaie fiduciaire. Il fallait donc à tout prix que le gouvernement remboursât à la banque une partie au moins de sa dette pour que la reprise des paiements en espèce puisse s'effectuer, ce qui aurait rendu au papier la valeur qu'il représentait. Un acte du Parlement, sur la proposition de Sir Robert Pell, eut pour effet la restauration monétaire en décidant la reprise successive des paiements. Cet acte voté en 1819 disposait que la

remboursabilité à vue des billets de la Banque d'Angleterre devait s'effectuer complètement à partir du 1^{er} mai 1823.

En fait, cette reprise de paiement eut lieu plus tôt et elle ne fut pas due autant à l'exécution de l'engagement pris par le Gouvernement de retirer de la circulation les billets représentant les avances faites au Trésor qu'à la force économique qu'un développement industriel et bancaire donnait au pays aussitôt la paix rétablie. La balance des comptes de l'Angleterre se solda dans les années qui suivirent la signature de la paix par des rentrées d'or considérables. Le change sur l'Angleterre fut recherché et la valeur de sa monnaie nationale se vit augmenter indirectement par les besoins que les pays étrangers avaient de trouver les instruments de crédit pour régler leurs dettes. L'amélioration de la circulation nationale s'effectua d'elle-même grâce à une balance internationale nettement favorable au Royaume-Uni. Le Gouvernement aurait pu, par une politique prévoyante, hâter le retour à une circulation saine et favorable au développement économique ; ce développement fut cependant si grand, son effet si inespéré que ce fut lui qui devait uniquement dicter aux changes et hausser la valeur du papier national (1).

1. Après la paix de 1815, les exportations de l'industrie britannique reprirent sur une grande échelle, des flots d'or revinrent dans la Grande-Bretagne ; la sécurité politique se rétablit ; on eut pu rentrer plus tôt dans la circulation métallique si le Gouvernement et la Banque eussent été prévoyants, si l'on eût voulu réduire

Aux *Etats-Unis* (1), ce fut à l'occasion de la guerre de Succession que le Gouvernement à court d'argent pour les besoins immédiats et en attendant le rendement d'un emprunt qui se plaçait difficilement, émit le papier-monnaie à qui une loi de février 1862 attribua cours forcé. Ces billets, connus sous le nom de « greenbacks », devaient circuler comme monnaie fiduciaire émise pour le compte du Trésor à côté d'autres billets existant déjà, comme les billets du Trésor, portant intérêt et ayant également cours forcé, les certificats de Dépôts d'or et les billets émis par les banques. La monnaie fiduciaire non remboursable s'élevait en 1865 à près de 700 millions de dollars. La prime de l'or s'éleva jusqu'à 186 o/o le 1^{er} juillet 1864.

Cette situation se prolongea longtemps après la guerre ; la thèse soutenue alors aux Etats-Unis était que loin d'être une cause de trouble et d'entrave au développement économique et, aux transactions, cette abondance de monnaie créée par le Trésor ne pouvait que faciliter la circulation des richesses en augmentant les transactions et en poussant à la production par la hausse des prix. On alla même jusqu'à amortir une partie de la dette par des émissions de « greenbacks » (2).

la circulation des billets en ne faisant plus d'avances au Gouvernement, en élevant le taux de l'escompte ; ainsi fut retardé de quatre ou cinq années la fin de ce système anormal (P. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 504 et suiv.).

1. Arnauné, *op. cit.*

2. Un économiste distingué, M. Clément Juglar, a montré même

Ce fut vers 1866 que cette thèse devant la réalité des faits devait commencer à être battue en brèche, mais c'est à peine en 1875 qu'un acte du Congrès décida le remplacement des petites coupures, émises pour servir de menue monnaie, par des monnaies d'argent et le retrait des billets émis pour le compte de l'Etat de manière à réduire la part représentant l'emprunt à la circulation à 300 millions de dollars. Le Congrès prenait l'engagement de revenir à une remboursabilité des billets le plus tôt possible.

Cependant la richesse du pays et sa prospérité contribuèrent, par la reprise des exportations, à faire baisser la prime de l'or avant même qu'une mesure efficace eut été prise en vue du retrait d'une partie des billets ou de leur garantie. Ce furent les forces productives de la nation qui contribuèrent à rehausser la valeur des billets dont le marché était surchargé, avant que le Gouvernement eût utilisé ses excédents budgétaires à l'assainissement de la circulation que ses emprunts avaient avariée. Aussi la crise monétaire dura-t-elle beaucoup plus qu'une bonne compréhension des phénomènes

que la manie d'amortir la dette consolidée avait poussé les Etats-Unis à augmenter la circulation de papier ; ainsi, du 30 juin 1873 au 31 mai 1874, la dette consolidée aux Etats-Unis avait été réduite au capital de 19.117.500 dollars, soit 100 millions de francs ; mais par compensation, l'émission des greenbacks, ou papier-monnaie émis par l'Etat, avait été augmentée pendant la même période de 26.341.811 dollars, soit plus de 132 millions de francs (Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 545).

économiques lui aurait permis de vivre et le développement économique du pays fut menacé par tous les troubles qu'entraîne une monnaie mauvaise à laquelle le gouvernement ne remédia que plus tard malgré les moyens dont il disposait. La reprise des paiements en espèces put être effectuée à partir de 1879. Il restait en circulation près de 367 millions de dollars de billets émis par le Trésor et qui furent garantis par une réserve métallique de 150 millions de dollars.

Quelques observations sont à tirer de l'exposé sommaire des moyens auxquels les Etats soumis au régime du cours forcé ont eu à recourir pour assurer à leur pays une monnaie stable et une circulation appropriée aux nécessités des échanges.

Il est à remarquer que la méthode suivie est presque partout la même et que les mesures prises se réduisent à des principes en violation desquels le rétablissement d'une bonne circulation paraît impossible. Ces mesures sont foncièrement réduites à : 1° l'équilibre du budget et la création de ressources nouvelles pour permettre à l'Etat de retirer une partie des billets encombrant le marché et dépréciant la valeur de la monnaie nationale ; 2° création ou augmentation d'un stock métallique dans le but de soutenir la valeur du billet sur le marché international. Pour y arriver on a eu recours à l'augmentation des impôts, aux emprunts à l'extérieur et au paiement des droits de douane en or, dans certains pays.

D'un autre côté, pour garantir et assurer l'efficacité des mesures prises on s'est efforcé à augmenter le volume des exportations par des encouragements à l'industrie du pays, de manière à empêcher un nouvel appauvrissement monétaire.

Ces mesures appliquées simultanément paraissent avoir donné de bons résultats et ont rendu possible le redressement des finances publiques et privées. Selon que les gouvernements ont été plus ou moins convaincus de la nécessité et de l'urgence qu'il y avait à recourir à ces mesures, suivant le degré de l'avarie de la monnaie, de la richesse des pays et de leur pouvoir de production, suivant surtout l'intelligence et la persévérance des gouvernants, le rétablissement de la circulation fut plus ou moins rapide.

En Russie où l'administration des finances publiques était très désorganisée, où la dépréciation du rouble avait été si profonde, il a fallu un effort de près d'un siècle pour arriver à un résultat durable. La France par contre, grâce à une sage politique financière qui réussit à contenir l'émission des billets dans les limites imposées par l'état du marché et qui décida de rembourser aussitôt que possible et avant toute autre dette, les avances faites par la Banque de France, ne connut presque pas la prime de l'or et le retour à l'étalon métallique s'effectua tout naturellement avant même la date y assignée par le gouvernement. Et cependant le pays avait à résister, du fait des indemnités à payer, à un

écoulement à l'étranger de la presque totalité de sa réserve de change.

L'Amérique et l'Angleterre, malgré l'état florissant de leur économie nationale qui leur assurait une balance favorable à l'assainissement monétaire, prolongèrent leur crise pour ne pas avoir respecté et appliqué à temps ces principes.

§ 2. — Comparaison des crises précédentes avec celle engendrée par la guerre actuelle

Nous n'avons pas à nous occuper ici de la question du développement des forces productives pour assurer un excédent des exportations sur les importations, ni de savoir si pour ce développement il est utile ou nuisible de recourir à des barrières douanières pour agir sur la balance internationale. Mais il y a lieu de nous demander dès maintenant, quelle serait la valeur et l'efficacité des autres mesures prises dans les crises monétaires passées si on devait les appliquer à la crise actuelle.

En ce qui concerne le rétablissement de l'équilibre budgétaire, la question est déjà élucidée et les gouvernements s'efforcent à réduire les dépenses de l'Etat. C'est un idéal vers lequel tous les Etats tendent, même en dehors et à l'abri d'une crise, c'est la première loi qu'une sage politique doit imposer, car il est certain que « l'une des conditions les plus habituellement néces-

saires pour sortir du cours forcé c'est que l'équilibre des finances publiques soit rétabli ; c'est même qu'il y ait un excédent des recettes sur les dépenses (1) ». Dans quelle mesure ces restrictions des dépenses s'imposent-elles aux gouvernements ? La question se pose surtout après de grandes crises comme celle que nous venons de traverser et qui laissent le pays appauvri ; est-il plus avantageux d'obtenir l'équilibre budgétaire coûte que coûte ou de procéder plutôt à des mesures de développement de l'outillage national qui faciliteront l'expansion économique du pays, au risque de le charger d'une nouvelle dette ? Des pays, comme l'Italie, ont vu leur situation financière périliter, pour s'être engagés dans de grandes entreprises d'expansion coloniale ou industrielle et de travaux publics. La solution doit être trouvée dans un juste milieu, tenant compte des besoins du pays et de la charge de l'Etat ; c'est naturellement une question d'opportunité politique.

Quant aux moyens d'action directe sur la monnaie, c'est-à-dire le retrait de la circulation des billets représentant la dette de l'Etat, et la couverture de ces billets par la formation d'un stock métallique, la question se pose d'une manière tout à fait différente pour la crise actuelle. De la comparaison entre la situation, telle qu'elle se présentait dans le passé et telle qu'elle est aujourd'hui, nous croyons pouvoir déduire que cette

1. P. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 563.

action serait impuissante à cause de l'énormité du papier émis et de l'insuffisance de l'or pour fournir une couverture effective.

Voici les positions respectives des quelques pays étudiés :

PAYS	CIRCULATION FIDUCIAIRE en mill. de fr.	COUVERTURE MÉTALLIQUE en mill. de fr.	PROPORTION DE L'ENCAISSE à la circulation
France, en 1873..... novembre 1919	2.800 37.420	763 5.863	27 % 15,70 %
Angleterre, en 1797.... (1) nov. 1919..	270 9.610	32 2.914	12 % 30,3 %
Italie, en 1891..... (2) septembre 1919.	1.464 10.712	601 880	41 % 8,2 %
Russie, en 1856..... octobre 1917..	1.850 58.960	265 3.928	14,2 % 9 %

La différence de ces chiffres par rapport à la circulation normale, nous donne une idée de l'effort que les Etats devraient accomplir pour arriver à assainir leur monnaie par le retrait du papier ; et c'est surtout en nous rendant compte des sacrifices que les pays ont dû s'imposer pendant longtemps pour arriver à remédier à l'avarie de leurs signes monétaires que nous devons juger ce moyen inefficace dans la situation actuelle.

Mais laissant de côté la quantité des billets émis,

1. Les curreny notre comprises.

2. Pour la Banque d'Italie.

quoique même par rapport à la résistance du marché elle soit beaucoup plus encombrante que dans le passé, et ne prenant en considération que le rapport de la couverture métallique à la circulation fiduciaire, nous constatons que sauf pour la crise anglaise de 1797, cette proportion a eu à subir une beaucoup plus grande diminution après la guerre actuelle ; elle est réduite presque à rien pour certains belligérants, comme cela ressort du tableau suivant :

EN MILLIONS DE FRANCS

PAYS EN 1919	ENCAISSE MÉTALLIQUE	BILLETS ÉMIS	RAPPORT
France, novembre.....	5.863	37.420	15,7 %
Angleterre, novembre.	2.202	2.202	104,3 %
Curreny notes.....	712	7.500	9,5 %
Allemagne, octobre...	1.393	37.779	3 %
Italie, septembre.....	880	10.711	8,2 %
Russie, octobre 1917..	3.928	48.965	9 %
États-Unis, oct. 1919..	4.066	13.709	29 %

Si une réduction suffisante des billets ne peut être effectuée, il est tout aussi difficile de vouloir augmenter le stock métallique dans les conditions considérées jusqu'ici comme nécessaires pour en garantir la remboursabilité. Suivant une statistique de M. Joseph Kitchen, le stock d'or mondial — à l'exception de l'Inde et

de l'Egypte — s'élevait en 1918 à 47.750 millions de francs. En rapprochant ce chiffre du total des émissions des six pays belligérants envisagés ci-dessus seulement, nous arrivons à peine à une couverture de 30 0/0 : l'or du monde ne suffirait pas. Le problème se pose donc d'une manière tout à fait différente de nos jours.

L'état actuel du marché, surchargé déjà des titres des emprunts émis pendant la guerre, se prête difficilement à l'émission de nouveaux emprunts intérieurs ; les emprunts extérieurs que les gouvernements seront obligés d'émettre, ne réussiront facilement ni à fournir aux Etats les fonds nécessaires pour procéder au retrait d'un nombre suffisant de papier-monnaie, ni à procurer l'or pour la couverture des billets. Les Etats seraient écrasés sous le poids des annuités à payer à l'étranger avant d'arriver à se procurer le stock nécessaire aux nombreuses émissions effectuées pour leur compte. Le stock de métaux précieux, actuellement existant dans le monde, serait insuffisant.

On a proposé de gager les nouvelles émissions de papier sur des richesses nationales. M. Paul Benazet, député, Rapporteur Général de la guerre, dans un article paru dans le *Journal*, voudrait que l'Etat procure à des sociétés concessionnaires pour l'exploitation de la houille blanche le capital nécessaire, au moyen de nouvelles émissions qui garantiraient l'exploitation devenue propriété nationale. Nous espérons que ces propositions ne seront pas écoutées, car cela aurait pour résultat de-

troubler encore le marché par des nouvelles invasions de papier qui ne représente par lui-même aucune richesse et que s'il acquiert une valeur ce ne serait qu'au détriment de la monnaie fiduciaire existante. Si les affaires ne vont pas ce n'est pas que l'argent manque, car « de toute manière l'achat d'un produit ne peut être fait qu'avec la valeur d'un autre » ; c'est une vérité que M. Germain Paturel n'a même pas besoin de démontrer (1). D'ailleurs, ce n'est pas d'une pareille garantie qu'il s'agit, le crédit de l'Etat y suffit ainsi que la confiance que le public a dans le billet, du moins à l'intérieur du pays. Ce qu'il faut garantir au porteur, c'est qu'avec ce billet il pourra le cas échéant s'acquitter envers son débiteur étranger à la parité de la monnaie étrangère ou du moins à un taux fixe ; c'est donc la remboursabilité du billet quand il s'agit de paiements extérieurs à faire qui l'intéresse uniquement ; or, à cette garantie de remboursabilité, le gage en biens nationaux ne peut pas suffire. Ce serait donc faire retour à une méthode archaïque et insuffisante de garantie du papier en circulation que de lui affecter en gage, des richesses qui ne pourraient lui assurer que difficilement une remboursabilité.

Nous arrivons donc à la constatation que s'il est souhaitable qu'on procède par tous les moyens à restreindre

1. Germain Paturel, *Politique douanière et Propriété industrielle*, Conférence faite le 25 janvier 1918 à l'Ecole des Hautes Etudes Sociales. Alcan, 1918.

le volume de la monnaie fiduciaire, ainsi qu'à accroître le stock monétaire qu'elle représente nominalement, ces mesures appliquées à la crise actuelle ne donneraient que des résultats bien incomplets à cause de la difficulté où se trouvent les Etats belligérants de procéder à un retrait effectif des billets émis pour leur compte, à cause surtout de l'impossibilité de se procurer une couverture suffisante en métaux précieux, pour une si énorme quantité de billets. Charges formidables pesant sur les pays d'un côté, du fait des dépenses de guerre au-dessus des forces des pays, insuffisance du stock monétaire de l'autre, voilà les deux écueils, contre lesquels échoueront très probablement les méthodes qui ont permis dans le passé d'assainir la circulation avariée d'un pays.

Devant ces obstacles qui paraissent insurmontables résultant de l'énormité des chiffres, devra t-on se contenter d'un résultat partiel ou chercher la solution ailleurs ? Quel est le chemin à suivre pour essayer de sortir de cette crise qui par son intensité ne peut être assimilée à aucune autre dans l'histoire du monde ? Quels sont les moyens qu'on a proposés ?

CHAPITRE III

L'OPINION ACTUELLE LA TENDANCE DES GOUVERNEMENTS

En face de cette accumulation des charges des pays belligérants et en face d'une surabondance de papier encombrant les canaux de la circulation, les Gouvernements et l'opinion se sont mis à la recherche de moyens facilitant la sortie d'une situation considérée non seulement difficile mais désastreuse pour tous les pays sans distinction. Tant que les hostilités durèrent, une seule préoccupation dominait les esprits : celle de vaincre. On ne regardait pas à la dépense et chacun cherchait ses moyens là où il pouvait, sans ménager ses ressources. Le conflit terminé, nous éprouvons quelque surprise à constater que ces dépenses vont en s'amplifiant de jour en jour ; en effet il s'agit de réparer et de solder. Les Etats ont en ce moment autant de charges que pendant la guerre et le moment est venu d'y faire face au risque de se voir acculer à la faillite. La préoccupation règne chez tous les peuples éprouvés ou non par le cataclysme,

car le désastre de l'un entraînerait celui des autres infailliblement. Aussi nous voyons comme une conséquence de cette idée une politique très éclairée se préoccupant autant, sinon plus, de ménager l'existence financière des pays vaincus, que d'en obtenir indemnité intégrale. Des pays se trouvant dans une situation financière excellente, appréhendent l'avenir : les Etats-Unis, la Hollande, les Etats-Scandinaves, se voient menacés d'être écrasés sous un poids d'or en face des pays étouffés par une énorme dette. La solution de la crise intéresse donc également tous les pays et le concours que ceux d'eux sortant enrichis de cette guerre vont nous apporter, les intéresse autant que nous : ce ne sera pas un concours gratuit, nous ne devons pas perdre de vue cette idée. Aussi rien d'étonnant dans la proposition des Etats-Unis d'une remise de dette à faire aux nations débitrices : les Américains étaient les premiers à en bénéficier. Si paradoxale qu'elle paraisse, cette proposition cache la plus simple des vérités économiques, celle que la richesse de l'un ne peut s'affirmer que par la richesse des autres.

Parmi les moyens préconisés, l'équilibre budgétaire, voire même la recherche des excédents, les emprunts intérieurs et la politique de remboursement des avances, viennent au premier plan. Il s'agit de la politique très simple d'acquitter sa dette : remboursement pour alléger la circulation du poids d'un papier rendant la vie

économique dérégulée, remboursement pour diminuer la charge des annuités. Est-ce la seule efficace et toute idée nouvelle serait-elle source de nouveaux troubles et de risques ? Nous nous trouvons dans un terrain nouveau, où si on a le courage d'exprimer une idée inconnue jusqu'ici, on aura difficilement celui de la mettre en pratique, aussi ce n'est pas étonnant si ces idées nouvelles ne prennent pas source dans les milieux dirigeants ayant la responsabilité de leur réalisation, et on peut dire que les gouvernements limitent aux moyens déjà exposés leur effort pour le redressement des finances des pays. « Au point de vue budgétaire, le rétablissement de l'équilibre budgétaire avec des excédents est nécessaire. Ce sont les besoins de l'Etat qui ont amené la maladie. La bonne opinion que l'on aura du crédit public facilitera l'opération de la reprise des paiements en espèces, en permettant des emprunts de consolidation. Un change favorable est aussi une nécessité. Il faut diminuer la circulation fiduciaire, retirer les petites coupures, organiser le remboursement des billets en numéraire (1). »

Cependant l'utilité de cette diminution de la circulation fiduciaire a été vivement contestée par certains économistes qui ne trouvent qu'une relation très éloignée entre l'inflation des signes monétaires et des chan-

1. A. Raffalovich, *L'Inflation des signes monétaires et du Crédit*, p. 15.

ges. M. Polier écrit : « Si celle-ci peut avoir, en une certaine mesure, une influence sur la tenue des changes nationaux, elle est très loin de la déterminer à titre principal (1). » Mais pour être secondaire, car indiscutablement le premier rôle dans l'équilibre revient à la balance des comptes, au pouvoir d'exportation du pays par rapport à ses importations, néanmoins cette influence est-elle si négligeable pour qu'il soit « vraiment difficile de découvrir les avantages qu'il pourrait y avoir à entreprendre une action sérieuse en vue d'une réduction importante et rapide » ?

Pour analyser les effets d'une pareille réduction, M. Polier pose l'hypothèse d'un resserrement de la circulation actuelle à ce qu'elle était avant la guerre. « Pense-t-on que cela suffirait comme par la vertu d'une baguette magique à ramener la livre sterling et le dollar au pair, c'est-à-dire à faire en somme que les demandes des livres et des dollars soient équilibrées par les offres de ces devises ? L'énorme déséquilibre qui existe entre nos dettes et nos créances sur l'Angleterre et les Etats-Unis ne serait en rien modifié par cette énergique compression fiduciaire et à fort peu de choses près, nos changes en resteraient au point où ils sont. »

Nous sommes les derniers à souhaiter la réalisation violente de ce miracle, et comme M. Polier nous sommes

1. Léon Polier, *Le problème de la circulation fiduciaire* dans l'*Europe Nouvelle* du 13 et 27 septembre 1919.

convaincus que les demandes de dollars et de livres resteraient dans cette hypothèse aussi actives que par le passé tant qu'il n'y aura pas de contre-partie à l'importation des marchandises et à l'exportation des coupons. Mais puisque nous sommes aux coups de baguettes, si par extraordinaire la balance des comptes entre la France et les deux pays envisagés devait s'équilibrer d'un coup, l'auteur peut-il penser que les cours baisseraient pour revenir au pair ? Ou resteront-ils tout simplement au taux où ils étaient au moment où cet équilibre paraît ?

Il résultera un équilibre entre l'offre et la demande des devises, mais leur équivalence sera différente du pair. Il arrivera ainsi que la pièce d'or de 20 francs vaudra d'avantage à l'étranger et cela suffira pour empêcher la reprise des paiements. Le problème se présente pour nous plus complexe à cause justement du fait que l'avarie monétaire persisterait à agir sur la balance des comptes même lorsque celle-ci s'équilibrerait. C'est ce que nous avons montré dans le premier chapitre, au sujet de la théorie de M. Nogaro niant également l'influence d'une monnaie avariée sur les changes. Pour que dans notre hypothèse les cours reviennent au pair, à moins d'excédents dans la balance produisant un afflux de moyens de paiement, on devrait recourir soit à une faillite partielle comme cela a été fait en Russie et en Autriche-Hongrie, ayant pour effet de changer la base du rapport entre l'étalon métallique et le billet, soit procéder à un retrait du papier en circulation pour en hausser

la valeur vers le pair nominal. La transmutation même, que propose M. Polier, d'une partie des billets de la Banque à l'Etat n'aurait comme résultat que de créer à l'intérieur du pays deux monnaies dont une ne tarderait pas à se déprécier.

« Je sais bien », dit l'auteur, « qu'il y a aussi, en cette affaire, à considérer les intérêts et la position de la Banque de France. Condamnée à imposer le cours forcé, gênée par lui, entravée par cette masse de papier dont elle est malgré tout responsable vis-à-vis de l'opinion publique... » Il y a en effet la Banque Nationale, mais « ceux qui ont la charge de ses destinées » qui sont d'ailleurs les destinées mêmes du pays, ne se sont pas tant préoccupés d' « entretenir une vieille conception traditionnelle » que d'assurer une circulation à valeur stable, ce qui est la base de toute organisation financière; et ceci est capital. Le cours forcé que les circonstances lui ont imposé, entrave son action et toute stabilité des changes devient hypothétique même si l'équilibre dans la balance était réalisé, parce que le jeu du taux de l'escompte imposé actuellement d'une façon arbitraire ne peut pas coordonner sous le régime du papier-monnaie les besoins du pays aux offres étrangères. C'est ce mécanisme qui nous intéresse et pour le faire fonctionner la Banque d'émission est en effet empêchée aussi par cette masse de papier. Faciliter la reprise des paiements, et par là rendre possible l'action de l'escompte, voilà le grand intérêt qu'il y aurait à une

réduction d'une circulation surabondante de papier.

Malheureusement, et nous sommes ici d'accord avec M. Polier pour reconnaître que le problème n'est pas trop brûlant, ce retrait n'étant pas possible actuellement, si la chose est souhaitable il y a peu de chances que « malgré une politique très énergique de remboursement et d'emprunts de consolidation, on ne puisse réaliser avant longtemps une circulation en monnaie métallique (1). » Nous ne voyons d'ailleurs pas l'inconvénient d'une circulation intérieure exclusivement fiduciaire, surtout après l'habitude prise par le public de s'en servir ; mais il n'en est pas de même pour les paiements à faire à l'étranger et si on veut obtenir cette stabilisation des changes, la remboursabilité au pair de l'or est dans ce cas une condition essentielle. Or si les Gouvernements sont pour la généralité animés du désir d'équilibrer leur budget et de pratiquer le retrait des billets émis pour leur compte, la chose paraît difficilement réalisable, du moins pour certains pays.

En effet en France nous nous trouvons devant un découvert du Trésor de près de 22 milliards ; quant aux dépenses pour l'année en cours, selon le discours prononcé au Sénat par M. le ministre des Finances le 27 mai 1919, elles figurent dans le budget pour un minimum de 15 à 16 milliards (2) en face desquelles on ne

1. Voir Charles Gide dans *L'Or et le Change*, conférence donnée à la Sorbonne, le 29 mars 1916. *Revue d'Economie politique*, t. XXX.

2. Selon l'évaluation de M. Raoul Péret, président de la Commis-

pourra pas faire figurer plus de 11 milliards de recettes, d'où un complément de 4 ou 5 milliards à trouver dans la création de nouveaux impôts. Quant aux emprunts, leur produit sera affecté à combler le découvert du Trésor et à consolider une partie de la dette flottante. Dans cette situation il est à craindre que la part qui sera faite au remboursement à la Banque d'émission soit bien petite et inefficace. Il y a, il est vrai, la caisse d'amortissement des avances faites par la Banque à l'Etat, prévue dans la Convention du 21 septembre 1914, dont les dispositions ont été étendues par la Convention du 26 octobre 1917. Cette caisse est alimentée par un prélèvement de 1/2 0/0 des intérêts que la Banque perçoit sur le montant des avances faites ; ce prélèvement sera de 2 1/2 0/0 un an après la signature des préliminaires de paix par suite de la disposition législative portant de 1 à 3 0/0 les intérêts dus par l'Etat à partir de cette date.

La caisse s'alimente en outre du produit de l'escompte des bons du Trésor Français à des Gouvernements étrangers ; elle tire de cet escompte un bénéfice de 85 0/0. Enfin la somme de 200 millions représentant l'impôt sur les bénéfices de guerre de 1914 à 1918, a été aussi affectée à cette caisse (1).

sion du budget, il faut considérer comme un minimum du budget d'après-guerre le chiffre de 18 milliards. Ces évaluations sont certainement au-dessous de la réalité : le chiffre de 25 milliards nous paraît plus près de la vérité.

1. Pour la discussion de ces dispositions et les détails d'appli-

La création de cette caisse d'amortissement et l'affectation de ressources spéciales à son fonctionnement, sont des mesures excellentes destinées à maintenir le crédit du billet par l'affirmation d'une intention qui est celle de réduire le montant des billets représentant pour l'Etat l'emprunt à la circulation. Ce ne sont cependant pas des mesures assez efficaces pour permettre à la banque de reprendre bientôt ses paiements et d'assurer la couverture suffisante de ses billets ; en outre ces mesures sont vaines si ce qui est remboursé par cette caisse est largement dépassé par de nouvelles avances réclamées par le Gouvernement. Le total de ces avances avait atteint, au commencement de novembre 1919, 26.650 millions auxquels il faut ajouter 3.720 millions de bons du Trésor escomptés pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers et 200 millions d'avances permanentes prévues par la loi du 9 juin 1857, prorogée par celles du 17 novembre 1897 et 29 décembre 1911 ; ce qui donne 30 milliards et demi d'avances au Trésor pour une circulation totale de 37 milliards et demi de billets, c'est-à-dire plus de 80 o/o de la circulation de la Banque de France.

Et malgré la résistance acharnée du Conseil général de la Banque s'opposant à de nouvelles émissions et

cation, voir l'ouvrage de M. Charles Ramondou : *Etudes sur les Conditions du Renouvellement du Privilège de la Banque de France*, p. 52 et suiv.

montrant au gouvernement tous les dangers qu'entraînent de nouvelles avances (1), malgré surtout l'opposition manifestée par la Chambre par le vote de la loi du

1. Voilà le texte de la délibération du Conseil Général communiquée par le Gouverneur de la Banque de France dans sa lettre au ministre des Finances, en date du 15 avril 1919, en réponse à une lettre de M. le ministre en date du 12 avril, tendant à obtenir une nouvelle avance de 3 milliards : « Le Conseil Général après avoir pris connaissance de la lettre de M. le ministre des Finances en date du 12 avril courant, demandant à la Banque de France de porter de 24 à 27 milliards le maximum de ses avances à l'Etat, considérant :

Qu'il est d'un intérêt vital pour le pays que le billet de banque conserve un crédit au-dessus de toute atteinte.

Que, dans ce but, les statuts fondamentaux de la Banque de France soumettent l'émission à des conditions strictement déterminées qui garantissent la convertibilité du billet ;

— Que des dérogations à ces principes ne peuvent être admises que dans l'intérêt suprême de la défense nationale, au moment où l'existence même du pays est en jeu et qu'il s'agit de vaincre ou de mourir, l'Etat se trouvant alors dans l'impossibilité de se procurer par d'autres moyens les ressources indispensables ; que même dans ces circonstances exceptionnelles il a été demandé que le crédit du billet soit garanti par des engagements spéciaux et privilégiés sur toutes les ressources ordinaires et extraordinaires de l'Etat ;

Considérant que depuis l'armistice, la Banque est allée jusqu'à l'extrême limite des avances qu'elle peut raisonnablement consentir à l'Etat, sans courir le risque de porter une atteinte grave au crédit du billet de banque qui constitue la base même de la vie financière, économique et sociale de la nation ;

Considérant que les dépenses publiques ne doivent plus désormais présenter le même caractère d'urgence, de telle sorte qu'elles ne puissent être échelonnées de manière à permettre l'étude et la réalisation d'opérations de trésorerie susceptibles de fournir à l'Etat les ressources dont il a besoin ;

Estime qu'il convient d'appeler tout particulièrement l'attention de M. le ministre des Finances et du Gouvernement de la République sur la situation qui est ainsi faite à la Banque de France

5 mars 1919 (1), ce chiffre sera probablement dépassé avant que le gouvernement ait trouvé les ressources normales destinées à équilibrer le budget.

Ce qui se passe en France, se passe dans tous les pays belligérants sérieusement éprouvés par la guerre, avec cette différence que pour la plupart ne jouissant pas d'un aussi puissant crédit, les moyens dont ils disposent pour réagir sont diminués dans la même mesure. En ce qui concerne la situation monétaire, nous assistons donc à l'envahissement des marchés par des quantités de papier représentant des emprunts des Etats dépréciant sa valeur nominale et avilissant les changes; et partout le même effort tendant à défendre avec acharnement une monnaie métallique, dans l'impuissance où on se trouve de réduire la monnaie fiduciaire. Et pour ne pas pouvoir rendre à l'une la mobilité et la souplesse, raison pour laquelle elle a été créée, on immobilise l'autre et on la rend inutilisable. Ce qui est perdu d'un côté n'est pas gagné de l'autre et pour avoir diminué le pouvoir d'acquisition de leurs billets les Etats se trouvent dans l'impossibilité de disposer de celui dont bénéficie leur monnaie métallique. C'est un

et exprime le regret de ne pouvoir donner une réponse affirmative à la demande qui vient de lui être soumise.

Voir *Revue de Science et de Législation Financières*, 1919.

1. Cette loi abroge la disposition de la loi du 5 août 1914 suivant laquelle le chiffre des émissions de la Banque de France pouvait être porté par décret en Conseil d'Etat au delà de la limite fixée par la loi.

résultat bizarre que celui de rendre cette monnaie métallique rigide et inutilisable à cause de l'émission surabondante d'une monnaie imaginée justement pour rendre à l'autre plus de souplesse et plus d'élasticité.

La question du retour à un étalon d'or effectif et du redressement des changes après la guerre a été particulièrement étudiée en Angleterre. Une commission nommée en janvier 1918 à cet effet, sous la présidence de Lord Cunliffe, a présenté un rapport dont les conclusions sont très intéressantes (1).

Après avoir constaté que les conditions du maintien d'une couverture d'or effective ont cessé d'exister pendant la guerre à cause d'un développement du crédit provoqué surtout par les emprunts du Gouvernement aux institutions de crédit, développement entraînant comme conséquence l'émission de billets, cette Commission conclut dans son rapport « qu'il est de première importance que les conditions nécessaires au maintien d'un standard d'or effectif, soient restaurées sans retard. Si le mécanisme qu'une longue expérience a démontré être le *seul remède efficace à une balance commerciale défavorable* et à un accroissement excessif de crédit n'est pas remis en mouvement, il y aura lieu de redouter une expansion de crédit progressive qui amènera un drai-

1. Gaston Jèze, *Revue de Science et de Législation Financières*, 1919.

nage de l'or à l'étranger, phénomène qui menacera la convertibilité de notre billet de banque et compromettra ainsi la situation commerciale internationale de notre pays ».

Nous voyons donc la question nettement posée du danger de l'inflationnisme et de son influence défavorable sur la balance commerciale, dû à un très grand accroissement de crédit, ceci étant en particulier la forme d'inflation dont souffre l'Angleterre.

Pour réaliser le maintien de ce standard, la Commission fait prévaloir les mesures suivantes :

a) « Cessation des emprunts par le Gouvernement aussitôt que possible après la guerre. Nous recommandons qu'aussitôt que possible, un fonds d'amortissement approprié soit constitué sur les recettes, afin que chaque année on puisse réduire la dette en capital, plus particulièrement celle qui constitue la dette flottante.

b) « Le mécanisme éprouvé, à savoir l'élévation et l'application du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre, qui avant la guerre exerçait un frein sur le drainage de l'or à l'étranger et l'expansion spéculative du crédit dans notre pays, doit fonctionner. Il ne faut pas qu'on essaie de se soustraire à cette nécessité en maintenant des taux différentiels pour la monnaie nationale et la monnaie étrangère après la guerre.

c) « L'émission des billets de banque devra, aussitôt que possible, être de nouveau limitée par la loi et les dispositions actuelles d'après lesquelles le dépôt à la banque

d'Angleterre peuvent être échangés contre de la monnaie ayant cours légal sans toucher à la réserve du Banking Department, devront prendre fin au plus tôt. »

Une des mesures que la Commission chargée de cette enquête sur la situation monétaire de l'Angleterre, préconise comme de toute urgence, c'est, nous venons de le voir, la cessation des emprunts. Il ne s'agit certainement pas d'emprunts à la circulation ou d'avances à l'Etat de la Banque d'Angleterre. Ces avances dépassaient à peine, à la fin juin, 19 millions de livres sterling. C'est donc les autres emprunts, même ceux destinés à consolider la dette flottante et à servir peut-être au retrait d'une partie des currency notes émises par le Gouvernement. Or nous avons vu que l'une des conditions considérées sur le continent comme ayant un effet salulaire au point de vue monétaire était justement la pratique des emprunts de consolidation. La Commission en Angleterre se déclarera-t-elle contre ce moyen ? Oui, et cela tient spécialement à l'organisation bancaire de ce pays. En effet chaque emprunt de l'Etat a pour conséquence une augmentation de crédit ; c'est par le procédé des emprunts qu'on est arrivé à avoir en Angleterre cette inflation de crédit tout comme dans les autres pays on a eu une inflation de devises. Or cette augmentation de crédit qui se manifeste par une augmentation correspondante des dépôts des particuliers, provoque par la suite un besoin de numéraire, auquel il faut faire face par la création d'une nouvelle quantité

de monnaie légale. L'emprunt aurait donc pour résultat une augmentation de la monnaie fiduciaire. C'est l'objection sérieuse qu'on a fait à une limitation de l'émission des currency notes à un moment où le Gouvernement est encore dans la nécessité de recourir aux emprunts avant d'instaurer une politique suffisante d'impôts suivant le programme élaboré et destiné à équilibrer le budget du pays avec des ressources normales exclusivement. Cette émission n'est pas une « émission forcée » ; le Chancelier de l'Echiquier, M. Austen Chamberlain, s'explique à ce sujet dans son discours sur le budget tenu à la Chambre des Communes le 30 avril 1919 : « Il ne faut pas oublier qu'il n'y a jamais eu, à aucun moment pendant la guerre ou depuis, rien qui ressemblât à une émission forcée. Les currency notes n'ont été émises qu'au fur et à mesure des besoins du public. » Mais quelle est la cause de ce besoin du public qui a absorbé, jusqu'à la date à laquelle ce discours a été prononcé, 349 millions de livres de currency notes sans compter les billets de la Banque d'Angleterre, ce qui donne un total de circulation légale de 540 millions de livres (1) ? C'est justement l'inflation de crédit provoquée par les emprunts, ce qui fait que cette émission du papier est indirectement une émission forcée tout comme dans les autres pays. M. le Chancelier de l'Echiquier est d'ailleurs amené à cette conclusion :

« Quel serait le résultat d'une telle mesure, — la sup-

1. Voir Gaston Jèze, *op. cit.*

pression de nouvelles émissions, — dans les circonstances actuelles ? Le refus du Trésor d'émettre d'autres currency notes ne restreindrait pas les demandes de currency notes adressées par l'industriel à son banquier : le banquier serait forcé de la satisfaire aussi longtemps que son client aurait des fonds à son compte. Après avoir épuisé son propre stock de notes, le banquier irait à la Banque d'Angleterre. La Banque d'Angleterre, incapable d'obtenir des currency notes, devrait satisfaire les demandes qui lui seraient adressées en émettant ses propres billets ou en retirant des souverains de la réserve du Département bancaire. Pour protéger cette réserve contre un épuisement immédiat, il faudrait recourir à une énorme augmentation du taux de l'escompte et à une rigoureuse restriction de crédit. »

Il résulte donc que même en limitant l'émission du billet de l'Etat, la banque d'émission serait obligée de remplacer ce billet par quelque chose. Or si elle doit se tenir dans les strictes obligations que lui impose le Bank Act de 1844, elle n'a d'autre ressource que de faire sortir de l'or du Banking Department. La seule solution possible serait donc de s'attaquer à l'augmentation du crédit et à élever le taux de l'escompte. Mais « non seulement ceci aurait une influence désastreuse sur les prix des titres et des salaires, mais le taux auquel à l'avenir le gouvernement désireux d'emprunter pourrait le faire, serait augmenté ; cela générerait aussi la reprise du commerce et de l'industrie à un moment critique où

c'est le problème le plus important que nous ayons à résoudre ».

Pour tous ces motifs le Chancelier de l'Echiquier pense « qu'une imitation directe de nouvelles émissions de monnaie de papier n'est pas une mesure praticable pour le moment ». C'est à peu près la conclusion à laquelle est amenée la Commission d'enquête malgré la nécessité et l'urgence qu'elle reconnaît à cette limitation :

« Nous sommes arrivés à la conclusion qu'il n'est pas possible de fixer un chiffre précis pour l'émission des billets fiduciaires immédiatement après la guerre. » Mais son rapport ajoute : « C'est pourquoi nous estimons désirable de fixer le montant auquel on doit tendre comme réserve principale d'or, laissant la fixation du chiffre de l'émission fiduciaire pour une date ultérieure de manière à ce que cette somme puisse être maintenue en circulation sans faire tomber la réserve d'or principale au-dessous du chiffre fixé. »

Si dès maintenant il est impossible d'assigner une limite à l'émission fiduciaire, la Commission croit par contre pouvoir s'attacher à un critérium qui déterminera plus tard le chiffre vers lequel cette circulation devra être ramenée. On réduira les billets sur la base d'une réserve d'or dont le minimum sera tout d'abord de £ 150.000.000. Quelle est l'importance de cette fixation faite par la Commission ?

« Jusqu'à ce que cette somme ait été atteinte et maintenue concurremment avec un change étranger

satisfaisant pendant au moins une année, il sera prudent de s'attacher à réduire l'émission des billets en circulation. » C'est la condition du maintien d'un étalon effectif : il faut que le papier qui représente de l'or ne se déprécie pas par rapport à celui-ci. Il faut s'attacher à raréfier progressivement la monnaie fiduciaire pour en hausser la valeur. Mais pour cela est-il nécessaire de fixer un minimum à la réserve d'or et de mesurer sur lui le montant de la circulation du papier ? Du point de vue pratique nous ne discernons pas l'intérêt qu'il y aurait à déterminer soit le montant de l'encaisse soit un rapport entre celle-ci et les billets en circulation. Pour la stabilité des paiements internationaux un seul rapport nous intéresse, c'est celui entre la valeur de l'or et de la monnaie fiduciaire. Pour équilibrer ce rapport il est bon de réduire la circulation : pour agir sur l'autre terme il faut développer le volume des marchandises exportables — l'or est une de ces marchandises. — Les sorties ou les rentrées d'or nous donnent la position des éléments du rapport. Ce n'est pas sa quantité qui doit être prise en considération, ni la quantité de papier-monnaie, ni le rapport de l'une à l'autre mais uniquement la direction du courant drainant ou faisant affluer l'or. Cette direction peut être modifiée en dehors des variations dans les termes du rapport indiqué, par le taux de l'escompte, et c'est lui qui en temps normal maintient cet équilibre, c'est « le mécanisme éprouvé qui avant la guerre exerçait un frein sur le drainage de l'or à l'étranger » ; on peut ajouter : sur

son afflux aussi. Il ne peut pas y avoir d'équilibre dans les règlements internationaux sans son intervention, et comme son fonctionnement n'est possible actuellement que dans un système monétaire basé sur l'or, celui-ci prend son importance capitale dans le fait de permettre le jeu de ce mécanisme.

Seulement la pratique du taux de l'escompte n'a pas que des avantages ; son élévation entraîne un resserrement de crédit, les transactions deviennent plus onéreuses, l'endiguement du courant drainant le numéraire à l'étranger entraîne des difficultés pour le pays qui, ayant une balance défavorable, est obligé d'y recourir. Ces inconvénients ont été mis en évidence par sir Edward Holden (1) à la réunion de l'Assemblée générale des actionnaires de London City and Midland Bank du 19 janvier 1919. Envisageant l'approbation que la Trésorerie pourrait donner à la Banque d'Angleterre d'émettre des billets contre des titres déposés, à condition d'élever son taux d'escompte à 10 o/o afin de réduire les crédits et par là l'émission, il est d'avis qu'« adopter une pareille méthode au moment où le pays reconstitue son commerce et son industrie et où les industriels et autres demandent de plus grandes facilités, ce serait réduire le crédit d'une façon excessive, entraver la reconstitution et arrêter nos exportations, juste au moment où nous

1. Président de London City and Midland Bank. Voir article de M. G. Jèze, *Revue des Sciences et Législation Financières*, t. XVII n° 1.

désirons exporter plus que nous ne l'avons jamais fait jusqu'ici. Ce serait une chose grave pour la nation ».

Il est vrai que Sir Edward Holden parle spécialement dans le cas d'une élévation du taux de l'escompte résultant de l'organisation spéciale de la Banque d'Angleterre, qui ne lui permet d'escompter les effets de commerce que dans les limites de sa réserve et dans le but surtout de critiquer cette organisation. L'inflation de crédit n'est pas à craindre dans cette situation, car, dit-il, « lorsque les marchandises sont entre les mains du consommateur définitif, l'effet de commerce est généralement acquitté et la circulation monétaire qui a été développée au moment où les effets ont été escomptés se trouve réduite par une valeur correspondante ». Il s'agit en effet dans ce cas d'une émission pour un temps très court, ne dépassant pas la période nécessitée par le règlement des paiements, et reposant non pas sur du crédit, mais sur des marchandises. Dans le cas où l'émission n'est pas demandée par les besoins commerciaux, mais est provoquée par les nécessités financières de l'Etat, la situation est tout autre et Sir Holden en fait ressortir la différence :

« En décrivant la situation financière de l'Allemagne, j'ai signalé que la Reichsbank se débat au milieu de grandes difficultés à raison de l'énorme quantité de billets de banque qu'elle a émis contre des bons du trésor... on remarquera que les billets ont été émis contre des bons du Trésor ce qui est une chose tout à fait diffé-

rente que d'émettre des billets contre des effets de commerce. » Et plus loin : « Nous sommes dans la même situation à un degré moindre en ce qui concerne nos currency notes que la Reichsbank avec ses billets de banque. Nous avons en circulation plus de £ 300 millions de currency notes qui, sauf pour une somme relativement faible ont été émis contre des titres du gouvernement. Il n'y a pas de système automatique pour leur achat, comme ce serait le cas s'ils étaient émis contre des effets de commerce qui seraient payés à l'échéance. » Ceux-ci pèsent donc sur la circulation entraînant les mêmes inconvénients que les autres billets émis par l'Etat ou pour son compte ; aussi sir Ed. Holden se prononce-t-il contre leur émission. Cependant elle ne peut pas être réduite, elle ne peut même pas être limitée, nous l'avons vu dans le discours du Chancelier de l'Echiquier, tant que l'augmentation des crédits en banque, créés par les titres d'Etats, ne sera elle-même arrêtée. C'est donc l'inflation du crédit provoquée non pas tant par les nécessités de l'escompte des effets de commerce que par l'émission des emprunts qui encombre le marché. Elle crée un besoin de monnaie artificiel, fausse la circulation qui influe sur la balance des comptes par des fluctuations désordonnées. Dans ce cas l'élévation du taux de l'escompte aura peut-être comme effet « d'établir un impôt sur les industries dans le cas où elles empruntent de l'argent » mais sans cette modalité, cet impôt sera tout de même payé dans la dif-

férence du pouvoir d'acquisition de la monnaie, résultant du déséquilibre des comptes et le développement des affaires sera davantage entravé par l'avarie des signes monétaires, surtout quand le taux de l'intérêt n'attirera plus les capitaux étrangers. Et c'est pour faire appel à ceux-ci que l'Angleterre a dû pratiquer un taux d'escompte différentiel au moment où celui-ci ne pouvait être fixé que d'une manière arbitraire.

Nous avons eu plusieurs fois l'occasion au cours de cet ouvrage, de constater le trouble que l'émission non réglementée de la monnaie fiduciaire amenait dans la vie économique d'un pays. Nous devons en déduire de même dans l'hypothèse des besoins du marché artificiellement créé ce qui est le cas pour l'Angleterre. Aussi croyons-nous qu'éviter l'influence nuisible de la hausse du taux de l'escompte sur le prix des titres et des salaires sur le développement du commerce et de l'industrie par l'émission surabondante de monnaie fiduciaire, est une mesure d'une efficacité douteuse. Quoi qu'il en soit une chose est certaine, c'est que si en Angleterre on souffre d'une inflation de crédit, sur le continent l'inflation de la monnaie fiduciaire n'est pas autre chose ; tout se réduit à une émission surabondante de crédit due aux emprunts des Etats et à leurs besoins financiers. Ce crédit finit pas perdre de sa valeur sur les marchés étrangers, il devient mauvais. A cela on ne peut remédier que de deux manières : ou bien on le réalise en créant des valeurs, en produisant, ou on s'attache à le

réduire. La diminution de la circulation fiduciaire et l'élévation du taux de l'escompte conduisent au même résultat.

En ce qui concerne la réglementation de la circulation fiduciaire et son contrôle, la Commission d'enquête se déclare pour le maintien des dispositions du Currency and Bank Notes Act de 1844 : « Après avoir attentivement examiné les diverses propositions qui nous ont été soumises, relatives à la base de l'émission des billets fiduciaires, nous recommandons que le principe du Bank Charter Act, 1844, soit maintenu, à savoir qu'il devrait y avoir une émission fiduciaire fixe au delà de laquelle les billets ne seront émis qu'en échange d'or. »

Les dispositions de cette loi ont été vivement critiquées par Sir Edward Holden, en montrant comment la rigidité de cette loi a pu provoquer des troubles qu'on aurait évités grâce au souple mécanisme des émissions. Selon lui le moratorium des effets de commerce aurait pu être évité, comme cela a été fait en Allemagne, si cette loi n'avait pas enfermé dans des limites trop étroites la création du papier-monnaie, limites qui ont obligé le Gouvernement à violer ses dispositions, au cours de la présente guerre; il conclut à la nomination d'une Commission composée de six banquiers les plus expérimentés du Royaume-Uni « pour étudier la question de l'abrogation de la loi de 1844 aussitôt que possible, afin d'éviter une nouvelle violation de la loi et les conséquences qui s'ensuivent ou l'émission de millions de livres de

«Currency Notes à la place des billets de banque».

L'exposé de Sir Edward Holden a une valeur incontestable en ce qui concerne la possibilité de financer une guerre ; l'histoire nous montre que dans le conflit, le recours au papier-monnaie est une nécessité absolue. Cependant la Commission d'enquête qui fut nommée justement à la suite de cet exposé, tout en reconnaissant et réservant le cas d'urgence, lorsque la Banque d'Angleterre pourra émettre temporairement des billets au delà de la limite légale, conclut au maintien de l'acte de 1844, poussée par un souci peut-être excessif de réglementer la circulation fiduciaire.

Pour les émissions des currency notes, la Commission décide qu'elles devront rester entre les mains du Gouvernement, mais « les nouveaux billets émis devront être couverts non par des valeurs du Gouvernement mais par des billets de la Banque d'Angleterre. En outre lorsque l'occasion se présentera de couvrir des billets existants non couverts, les billets de la Banque d'Angleterre devront également être employés à cet usage ». Sir Edward Holden nous montre l'impossibilité qu'il y a dans l'état actuel de fournir une pareille garantie : « Il faudra émettre des currency notes pour une valeur considérable, avant que nous ayons franchi la période transitoire ; si nous prenons sur la réserve une quantité de billets de banque égale à l'émission supplémentaire, la réserve sera très sérieusement entamée. Par exemple pendant ces trois derniers mois de 1918, l'émission des

currency notes s'est augmentée d'environ 60 millions de livres sterling et pendant le même temps, la réserve du département bancaire était d'environ 18 millions de livres sterling seulement. Si cette recommandation de la Commission avait été adoptée il y a quatre mois, la totalité de la réserve aurait été engloutie. »

Pour la défense du stock d'or nécessaire au maintien des changes et à la garantie des billets, la Commission observe que :

1^o « Tout en maintenant l'obligation de payer en or à vue les billets de la Banque d'Angleterre et les currency notes, il n'est ni nécessaire, ni désirable que la reprise de la circulation intérieur de la pièce d'or soit trop rapide ;

2^o « L'exportation de l'or ne doit pas être soumise à des restrictions ; il est bon que la Banque d'Angleterre ait connaissance de toutes les exportations d'or et nous recommandons que l'exportation en monnaie ou en lingot soit soumise à la condition que cette monnaie ou ces lingots auront été obtenus de la Banque à cet effet. La Banque sera obligée de fournir de l'or pour l'exportation contre ses billets ;

3^o « En vue du retrait de l'or de la circulation, nous recommandons que les réserves d'or du pays soient entre les mains d'une institution centrale et que toutes les banques transfèrent à la Banque d'Angleterre tout l'or qu'elles détiennent. »

Ces observations sont de la plus grande importance.

Il résulte en effet du travail de la Commission et de ce rapport que le change ne pourra être stabilisé autrement que par la liberté donnée au commerce de sortir de la monnaie métallique pour les paiements à l'étranger. Tant que des mesures restrictives existeront, le cours des changes sera à la merci d'une suppression de crédit et devra s'équilibrer simplement par l'exportation et l'importation des marchandises, ce qui est impossible.

Cependant cette liberté ne pourra fonctionner qu'en même temps que la libre fixation du taux de l'escompte. Ensuite comme la Commission constate que pour les pays belligérants il faudra s'attendre à des besoins intenses de monnaie métallique, sa mobilisation s'impose; aussi devra-t-on réduire le plus possible la circulation de l'or à l'intérieur comme n'étant « *ni nécessaire, ni désirable* », et prendre les mesures pour enrayer l'écoulement à l'étranger lorsque le drainage de l'or risquerait de compromettre la circulation intérieure.

Il y a des pays qui ne connaissent à l'intérieur d'autre circulation que celle représentée par les billets de la Banque d'émission; de ces pays il y en a cependant qui sont à l'étalon or, ils possèdent une encaisse métallique, seulement elle ne se montre pas et ne sert qu'à équilibrer la balance des comptes lorsque des sorties d'or sont nécessaires à cet effet. Il y a là une distinction bien déterminée entre les deux monnaies, l'une est affectée exclusivement aux transactions intérieures, tandis que l'autre est attribuée uniquement au règlement des

comptes internationaux. C'est la réalisation pratique de cette distinction que vise la Commission d'enquête.

Pour que ce contrôle et ce frein sur la circulation métallique puissent être exercés, on doit réunir le stock existant à la Banque d'émission qui pourra ainsi mieux surveiller le mouvement extérieur. Sir Edward Holden critique cependant cette mesure comme ayant pour résultat, si elle devait être réalisée, d'affaiblir la situation des banques de dépôt, vis-à-vis surtout de leurs clients étrangers : « Prendre l'or aux banques de dépôt, qui ont été si utiles pendant la guerre, c'est enlever aux déposants la meilleure réserve qu'une banque puisse posséder. Le transfert de l'or des Banques de dépôt à la Banque d'Angleterre n'améliorerait pas la réserve de son département bancaire puisque les banques demanderaient des billets en échange de leur or. » Comme les recommandations de la Commission ne sont pas faites dans le but de fortifier cette réserve et comme d'un autre côté la circulation d'or devra disparaître à l'intérieur pour que le stock métallique puisse intervenir d'une manière plus efficace dans les règlements internationaux, nous ne voyons pas comment cette centralisation pourrait être une cause d'affaiblissement pour les banques de dépôt. De même, pourquoi le Gouvernement garderait-il une réserve couvrant la circulation des currency notes, alors que leur remboursabilité pour les besoins intérieurs serait supprimée ? Contrairement à l'opinion de Sir Edward Holden nous pensons qu'une distinction s'impose

entre la circulation interne et les règlements extérieurs, surtout après la situation monétaire nouvelle créée par la guerre, et que le meilleur moyen de la réaliser c'est de réunir tout l'or comme le conseille la Commission d'enquête à la banque centrale. C'est vers cette affectation spéciale de leurs ressources métalliques que seront menés très probablement tous les pays belligérants afin de pouvoir réaliser la stabilisation de leur change.

CHAPITRE IV

L'OPINION ACTUELLE. — LES PUBLICISTES

Parallèlement à cette politique qui tend à adapter les principes classiques à la situation actuelle, des théories nouvelles surgissent, qui considérant ces mesures inefficaces essaient d'introduire un facteur nouveau. Ce sont des opinions nées de la guerre et imposées on peut dire par la solidarité des peuples, qui est un des traits du conflit actuel ; parmi ces opinions il y en a qui touchent peut-être à l'utopie et qui ne tiennent pas assez compte de la nature et de la réalité des faits. Ce sont celles qui nous permettent de « confondre toutes les nations de la terre dans une union financière, de supprimer le chaos financier que la guerre a engendré, restituer aux populations l'argent qu'elles ont dépensé dans le but de poursuivre les opérations militaires et aux nations neutres, l'argent qu'elles ont dépensé pour la mobilisation de leur troupe ». Tout ceci est déjà trop beau et rien de plus tentant que le « grand plan » de M. A. E. Stilwell qui « procurera aux veuves et aux familles des sol-

« dats des années d'abondance pour les dédommager de leurs souffrances et de leurs anxiétés et qui fournira l'argent nécessaire pour élever leurs enfants, alors que la pauvreté serait leur lot, si le vieux monde devait végéter jusqu'au jour lointain où les générations à venir n'auraient plus à payer la dette mondiale causée par la guerre ».

L'idée protagoniste de l'ouvrage de M. Stilwell est la création d'une monnaie nouvelle, « car tout l'or du monde sera insuffisant à régler les intérêts annuels des dettes de guerre », une monnaie exclusivement basée sur le crédit et la richesse des nations. Cette conception nous l'avons déjà rencontrée dans l'ouvrage de M. Bergès et Besson ; quoique présentée sous une autre forme elle tendait également à remplacer l'or comme insuffisant et inutile par un système de monétisation du crédit. M. R. G. Lévy annonçait en 1900 que « l'humanité peut déjà entrevoir une époque où l'on se passera de plus en plus des métaux précieux, après avoir constaté qu'ils n'ont été que des intermédiaires des échanges, des signes de la valeur, dont il est possible de remplacer les services par d'autres éléments conventionnels aussi utiles et moins coûteux ». Cependant cette époque nous paraît encore bien éloignée de la nôtre.

Voici le plan dont il s'agit : des obligations internationales seront émises pour un montant égal au coût total de la guerre et seront réparties entre les pays en proportion de la dépense faite par chacun d'eux. Les

pays se serviront d'abord de ces obligations pour compenser leurs dettes réciproques existant du fait de la guerre, et une fois les comptes réglés, au bout de cinq années, chaque Gouvernement émettra une monnaie internationale portant une prime progressant de 10/o à 15 0/o jusqu'à concurrence des obligations en leur possession ; cette monnaie servira au remboursement des emprunts intérieurs. Une caisse d'amortissement s'alimentera du produit de la vente de la partie de l'armement supprimé par le Congrès international et de 1/5 de l'économie réalisée annuellement par chaque pays du fait de cette réduction. La Caisse remboursera annuellement et jusqu'au paiement complet les Etats possesseurs des obligations internationales, qui procéderont eux-mêmes dans la même mesure au retrait de la monnaie à prime émise en représentation de ces obligations.

L'auteur nous dit avoir « compris parfaitement que l'inflation serait la grosse objection à son adoption ». En effet les pays doivent craindre autant la charge de la dette qui pèse sur eux que l'inflation et l'avilissement monétaires qui en résulteront. Mais il a dû comprendre aussi que ce ne serait pas la seule, et l'une, des plus ennuyeuses est, à notre avis, que l'adoption du grand plan n'apporterait aucun changement à la situation actuelle si ce n'est une répartition inégale dans le paiement des dépenses résultant de la guerre. En effet si nous avons bien pénétré la pensée de M. Stilwell, une

fois la compensation faite à l'aide de la création des obligations internationales, chaque pays au lieu de se trouver en possession d'une créance contre un autre pays, possèdera une obligation d'un même montant, payable par la Caisse d'amortissement. L'innovation n'est donc que dans le fait qu'au lieu de faire acquitter cette créance intégralement par le pays débiteur, elle sera supportée par tous les pays, non pas dans la mesure des emprunts faits par eux mais suivant l'économie que chacun réalisera du fait de la réduction des armements. Ce serait une innovation instituant un régime d'injustice que nous ne pouvons pas adopter. Un point est certain, c'est que la réduction des dépenses de guerre des pays facilitera le remboursement des dettes, et c'est vers quoi tend précisément la Société des nations.

A côté de ces théories utopiques, d'autres sont nées tenant compte de la transformation survenue dans le mécanisme financier des pays belligérants et se basant sur elle. Malgré leur diversité elles peuvent être ramenées dans leurs lignes générales à deux idées directrices : celles du papier-monnaie international et de l'encaisse internationale. Leur analyse fera l'objet des deux paragraphes suivants.

§ I. — Le papier-monnaie international

Il s'agit d'une monnaie fiduciaire semblable à celle circulant à l'intérieur mais ayant force légale libératoire

dans tous les pays adhérents au pacte de la Société des Nations et émise par ses soins. L'émission serait gagée par les indemnités futures qu'on est en droit d'escompter des pays vaincus et en même temps par le crédit et la richesse des pays liés par le pacte. Sa création doit avoir pour but de remédier au déséquilibre créé par la guerre dans les comptes internationaux que le stock monétaire du monde ne suffit pas à améliorer.

M. Bertrand Nogaro, étudiant la question de l'application de ce système (1), fait valoir les avantages qu'il y aurait à son adoption. Les pays débiteurs, ceux à qui ces billets seront attribués par la Société des Nations en proportion des dommages qu'ils ont eus à subir du fait de la guerre trouveront là un moyen d'acquitter leurs obligations et de remplacer des créances dont les intérêts pèsent si lourdement sur leur budget. « Les billets internationaux leur permettraient en effet d'opérer un règlement définitif d'une partie tout au moins de leur dette extérieure sans qu'il leur en coûtât rien. » En même temps « les pays créanciers ne seraient pas frustrés de leurs intérêts, puisque, recevant ces billets internationaux qui s'ajouteraient à leur stock d'or, ils auraient toute latitude de faire soit à l'intérieur, soit à l'étranger le placement productif des capitaux représentés par ces billets ».

1. Bertrand Nogaro, *L'émission d'un billet de banque international* (*Le Monde Nouveau*, juin 1919).

En somme le billet international aurait pour but de s'ajouter au stock d'or, d'en remplir le même office dans les règlements internationaux. Cet accroissement sans nuire à la circulation monétaire existante allégera la charges des pays débiteurs et en développera la production.

Quelle est la valeur de cette conception ?

Si nous admettons que ce papier pourrait recevoir cours forcé international et être assimilé à l'or, ce qui est très contestable comment interviendra-t-il dans le règlement des dettes ? L'émission dans sa totalité sera absorbée par les pays créditeurs. M. Nogaro pense que 50 à 60 milliards ne seraient pas énorme pour le monde entier ; or ce n'est pas le monde entier mais les quelques créanciers qui auront à subir tout le poids de cette émission. Et il arrivera qu'elle viendra accroître justement le stock monétaire des pays qui en ont déjà de trop. « Les Etats-Unis ont environ 15 milliards de francs d'or. Ils considèrent ce stock comme encombrant et onéreux. Etant le grand créancier, les Etats-Unis absorberaient encore la plus grande partie de 50 à 60 milliards de francs en papier que M. Nogaro propose d'émettre. Qu'en feraient-ils ? L'enverraient-ils aux pays débiteurs ? En échange de quoi ? Sous quelle forme (1) ? »

1. Yves Guyot, *Sur l'émission d'un billet international* (*Le Monde Nouveau*, septembre 1919) ; *L'illusion fiduciaire et la réalité économique* (*Journal des Economistes*, octobre 1919).

D'ailleurs qu'elle soit acceptée et qu'elle reste chez les uns ou chez les autres, cette émission aurait pour résultat de provoquer une hausse considérable des prix qui ne sera pas toujours compensée par un accroissement de la productivité. Car si ce stock doit rester en fin de compte aux pays créditeurs, il n'en ont sûrement pas besoin pour leur production; d'ailleurs ce n'est pas à celle-là que M. Nogaro s'intéresse. Si au contraire ces billets devaient retourner aux débiteurs, ce surplus de monnaie aura-t-il pour effet, en dehors de la hausse des prix, de « favoriser la production dans la mesure où préexistent des ressources latentes qui peuvent être mieux et plus rapidement agencées » ? Selon l'auteur lui-même, « toute nouvelle création de monnaie cesse d'être efficace et ne peut aboutir qu'à la hausse des prix si elle n'a pas simplement pour effet de permettre l'agencement plus rapide des ressources existantes et qui ne fournissaient pas encore leur plein rendement ». Et comme il ajoute : « Nous ne sommes d'ailleurs pas éloignés de penser que les émissions fiduciaires nationales auxquelles ont eu recours les pays belligérants, ont généralement atteint sinon dépassé les limites utiles », nous pensons que dans l'occurrence la nouvelle émission ne peut avoir d'autre effet que la hausse des prix.

Les protagonistes de la création du billet international nous montrent cependant un grand avantage à l'adoption de ce système, et qui pourrait nous faire pas-

ser outre à l'inconvénient d'une hausse des prix. Somme toute ce billet nous permet d'acquitter une dette d'au moins 50 milliards. Il opérerait « *le règlement définitif* » sans que les créanciers aient à subir le moindre dommage. C'est un résultat bizarre et qui tient à la magie que celui d'obtenir des valeurs réelles, des marchandises, des services, par la jouissance d'achat d'une émission qui en somme n'a aucune valeur, sans que cela lèse quelqu'un. M. Yves Guyot dit : « M. Nogaro offre 50 ou 60 milliards de papier aux Etats-Unis et à l'Angleterre : c'est du papier, ce ne sont pas des marchandises, ce ne sont pas des valeurs financières représentant des entreprises productives. Elles sont assurées sur quoi ? Pas même sur le crédit futur des Etats qui les enverront, mais sur le crédit même des Etats qui les recevront. » Mais si le billet opère règlement définitif et non pas provisoire en attendant le paiement des indemnités, ce crédit même n'a aucune valeur puisqu'il ne représente pour ces Etats aucun engagement de le rembourser. C'est tout au plus un crédit virtuel qui ne leur coûte rien. Dans ces conditions si les Etats à qui seront attribués les billets ainsi créés doivent gagner la valeur des marchandises et des services qui leur ont été fournis, logiquement il doit y avoir quelqu'un qui en perde l'équivalent. Ce quelqu'un est tout le monde qui sous la forme d'une hausse des prix aura à fournir une quantité de monnaie supérieure à celle qui lui aurait été nécessaire pour toute acquisition avant cette émission. Or si la transformation

dans la valeur de la monnaie est possible à l'intérieur d'un pays par la volonté du législateur, sa pratique internationale sera certainement empêchée par les pays à qui ce moyen de paiement causerait un dommage.

L'application de ces principes échouera donc devant l'opposition des pays créditeurs ; et si ceux-ci arrivaient à y consentir il ne serait nullement besoin de recourir à une émission : une renonciation de dette aurait exactement le même effet.

Dans le cas où les billets créés par la Société des Nations devraient devancer simplement le règlement des indemnités et seraient remboursés dans un certain délai par les pays qui en auraient bénéficié, comme cela aurait pour effet de remplacer une dette portant intérêt par une avance gratuite, il serait beaucoup plus commode d'y arriver par des arrangements stipulant des ouvertures de crédit gratuits.

De quelque manière on tourne la question on ne peut trouver à la création d'un billet international que l'inconvénient de troubler le marché par une nouvelle inflation, de contribuer par là à hausser encore les prix sans que cela puisse servir au moins à intensifier la production.

§ 2. — L'encaisse internationale

Nous pensons tout aussi peu réalisable l'idée de M. Frédéric Mathews, qui préconise comme remède à

l'instabilité des changes la fondation d'une banque centrale des alliés qui réunirait les encaisses des banques des pays alliés et émettrait « une monnaie de compte fondée sur son actif. Cet actif aurait une base monétaire appuyée par le crédit et la réserve d'or de chaque allié (1) ».

On ne doit pas perdre de vue que la centralisation des stocks monétaires de diverses nations n'est pas d'une facile mise en pratique et quoique nous soyons maintenant au seuil d'une paix que certains espèrent éternelle et à un moment où tous les peuples jurent de vivre dans la fraternité, nous craignons fort qu'un pays ne se décide facilement à se séparer de son or. A part cette difficulté qui est d'ailleurs considérable, d'autres objections restent à faire même si cette encaisse internationale pouvait être réalisée. En effet, cette monnaie garderait-elle une valeur identique et ne serait-elle pas appréciée ou dépréciée suivant la loi de l'offre et de la demande et les nécessités des règlements internationaux ? Les fluctuations des changes seront-elles évitées par la mise en commun des moyens de paiement ? Ceux-ci seraient comme dans le cas précédent immédiatement absorbés par les quelques pays créditeurs et les débiteurs devraient pour se les procurer payer plus cher, comme actuellement. Quel serait en outre sous le régime de cette

1. Frédéric Mathews, *Une politique de change* (*Journal des économistes*, juillet et octobre 1919).

mise en commun, le critérium dirigeant la politique du taux de l'escompte, seul moyen de diriger les capitaux vers le plus grand besoin ?

Nous sommes justifiés à croire que le système des règlements internationaux tel qu'il a fonctionné jusqu'ici, ne pourra être remplacé par aucun des moyens proposés. Ceux-ci ne tiennent pas suffisamment compte du mécanisme complexe qui réglemente normalement la circulation monétaire et si leur adoption n'est pas cause d'un plus grand trouble, elle aura pour effet de remplacer une monnaie par une autre sans que cela améliore le déséquilibre existant. La meilleure chose pour exercer une influence sur l'état monétaire serait peut-être encore d'essayer à utiliser les ressources classiques, réglementer la circulation fiduciaire, faire intervenir le stock d'or.

Nous devons compter naturellement sur la reprise des affaires, après la secousse qui a paralysé pendant cinq années notre activité économique, et nous sommes en droit d'espérer que progressivement la balance des comptes se redressera par le retour à un état plus prospère de l'industrie et du commerce dégagés des entraves d'une réglementation arbitraire. C'est par là principalement que la meilleure monnaie sera obtenue. Mais ne pouvons-nous pas devancer ce temps et aider à ce redressement, en agissant directement et efficacement sur le cours du change par des moyens actuellement en notre pouvoir ?

CHAPITRE V

LE SYSTÈME DES CAISSES DE CONVERSION LES INDES ANGLAISES

Agir directement sur le cours du change, c'est agir indirectement sur la balance des comptes. Et étant donné que les changes ne sont eux-mêmes qu'un effet et leur variation la conséquence des variations dans la balance des comptes, il s'ensuit que l'action sur le change est un moyen de redresser l'équilibre des dettes et des créances internationales, troublé temporairement par une crise. Cette action n'est donc qu'un mécanisme permettant de soutenir en des temps anormaux le plateau d'une balance défavorable ; une fois la crise passée c'est de l'équilibre retrouvé que résultera la stabilité des changes. Et c'est là que se limite le pouvoir de cette influence sur le change. Il résulte donc qu'une tentative de soutenir le cours de la monnaie nationale pendant une crise ne peut donner des résultats définitifs qu'en tant qu'on escompte un équilibre futur de créances et dettes du pays qui se compenseraient sans déficit entraî-

nant un drainage continu du stock monétaire. Et nous croyons que c'est là le véritable rôle de ce stock qu'un pays possède que de constituer une réserve de change. Sans doute l'or sert à couvrir les billets, à les garantir, mais c'est une garantie qui ne joue qu'en temps de crise. Il y a des pays qui ont simplement une circulation fiduciaire ne possédant qu'une minime quantité de métal. Les billets de ce pays sont acceptés en temps normal pour leur valeur nominale pour les paiements à l'étranger, voire même avec une prime par le simple jeu de l'offre et de la demande et on ne ressent nullement le besoin d'une garantie autre que celle qui résulte de la demande dont ils font l'objet. Ce billet se déprécie facilement et la baisse de sa valeur est souvent considérable, mais cette moins-value ne peut se manifester que durant une crise et comme conséquence de celle-ci. Nous sommes donc justifiés de croire que la couverture métallique n'a d'autre raison d'être que de soutenir pendant une crise la valeur de la monnaie fiduciaire qui autrement se déprécierait, en constituant pour cette monnaie le surplus, le complément de valeur d'échange perdu momentanément. Voilà pourquoi nous n'attachons aucune valeur aux théories préconisant pour les billets une garantie qui ne se traduirait pas par une garantie de change. « On peut dire que l'encaisse d'or de la banque agit de la même façon ; c'est elle qui maintient le crédit du billet. J'en conviens, et pourtant, je crois que si on prenait sur l'encaisse de la banque quelques milliards

pour solder nos achats, cela améliorerait de beaucoup le change sans porter préjudice au billet de banque. Elle a envoyé à l'étranger 600 millions l'année dernière et plus encore, croyons-nous, cette année, mais elle pourrait sans inconvénient faire plus encore (1). » Sans inconvénient aucun, sinon celui de diminuer la réserve de change ; or, si c'est là le rôle de la couverture métallique, pourquoi ne pas le lui faire jouer au moment où elle aurait une si puissante influence pour atténuer les effets d'une crise, si c'est dans ce but qu'elle a été constituée ?... Car non seulement une circulation métallique à l'intérieur du pays est inutile, mais également inutile est la garantie de la circulation fiduciaire par autre chose que par le crédit de l'Etat. Autrement dit, l'or n'intervient que comme intermédiaire des échanges internationaux et comme moyen d'acquitter le solde résultant d'une insuffisance de créances sur l'étranger. « Cet or, il est vrai, ne servira pas à la circulation intérieure, destiné qu'il doit être à intervenir seulement quand il y aura un défaut de balance dans les transactions commerciales pour l'extérieur ; on le fera alors, par les variations du taux de l'escompte, payer son prix sur les marchés du monde.

« Voilà la seule marche à suivre pour régler la circulation monétaire d'un pays sans oublier que la monnaie a un double rôle à jouer, selon qu'elle circule à l'intérieur

1. Gide, *op. cit.*

ou à l'extérieur. A l'intérieur pour les opérations de chaque jour, de chaque heure, au comptant, pour le détail, toute monnaie métal ou papier, même moins encore, sera bonne pourvu qu'elle circule par la coutume ou comme monnaie légale, quelle que soit sa valeur.

« A l'extérieur, pour les opérations à terme, il n'en est plus de même, c'est le crédit sous forme d'effets de commerce, de lettre de change qui seul intervient, et alors le papier ou le métal dont on se sert ne sont acceptés que d'après leur cours sur le marché général du monde. Quand ils ne trouvent pas leur contre-partie, c'est-à-dire quand ils ne sont pas au pair, il faut alors de l'or ou la prime qui le représente (1). »

Etant donné cette conception du rôle de la monnaie métallique, ne pourrait-on pas dans la crise actuelle utiliser d'une manière efficace la réserve de change que les pays à monnaie avariée possèdent pour permettre le redressement économique, au lieu d'abandonner toute activité commerciale et industrielle au caprice des fluctuations de plus en plus amples entraînant l'incertitude et entravant toute initiative ? Le stock possédé ne serait-il pas suffisant pour permettre la constitution d'une caisse de conversion à l'aide de laquelle la monnaie nationale jouirait d'une certaine stabilité sur les marchés étrangers ? Les stocks de cinq milliards de la Banque de

1. Clément Juglar, *op. cit.*, page 265 et suiv.

France, d'un milliard et demi de la Reichsbank, de près d'un milliard de la Banque Italienne ne représentent qu'une infime proportion par rapport aux billets en circulation dans ces pays, une toute petite somme en face de leurs engagements internationaux et cependant si on leur faisait jouer un rôle plus important dans les paiements à l'étranger à l'aide de l'escompte ils pourraient suffir à influencer les places créditrices ; il est même probable si la liquidation devait être faite, que les pays à qui reviendraient ces stocks auraient à se défendre et à craindre autant leur invasion, que les pays débiteurs leur fuite.

La question s'est posée d'une manière très urgente pour les Indes Anglaises où la dépréciation du métal blanc avait entraîné après 1875 une avarie de la monnaie nationale, au point que la balance extérieure s'est trouvée influencée de manière à rendre critique à certains moments la situation économique du pays. Les méthodes suivies dans ce pays, à partir de 1893, pour stabiliser le cours de sa monnaie sur les marchés étrangers sont d'actualité et il est d'une grande utilité pour la question qui nous occupe d'en tracer les traits caractéristiques.

La circulation monétaire des Indes Anglaises se composait de monnaies d'or, d'argent et de cuivre (1).

1. Paul Alglave, *La Question Monétaire en Extrême-Orient* dans *Questions Monétaires Contemporaines*. Larose et Ténin, 1905 ; Arnauné, *La Monnaie, le Crédit et le Change*.

Le mohur était la monnaie d'or valant 15 roupies et se divisant en pièces de 5 et 10 roupies. Il était frappé au titre de 11/12.

Les monnaies d'argent sont la roupie valant 16 annas, la demi, le quart et le huitième de roupie au titre également de 11/12.

La demi, le quart, le huitième et le douzième d'anna constituent les monnaies de cuivre.

L'Indien Coinage Act du 6 septembre 1870 qui régit le système monétaire du pays donne cours légal et force libératoire illimitée à la roupie et demi-roupie en argent. La monnaie d'or n'a pas de cours légal. Cette loi instituait la frappe libre des monnaies or et argent.

Tel était le système monétaire indien lorsque la baisse du métal blanc précipitée après la réforme monétaire allemande de 1873, rendit nécessaire des mesures et des corrections à l'Act de 1870. La roupie qui valait en 1875 21,6 deniers n'était plus cotée en 1885 que 17,4 deniers, et cette dépréciation devait encore s'accroître dans les années suivantes.

Le Gouvernement du pays en face de cette situation qui menaçait de troubler tout le mécanisme économique du pays, saisit la métropole en demandant que des mesures soient prises pour essayer de rétablir le prix de l'argent. « La Chambre du Commerce du Bengale déclarait qu'il était impossible pour les gens d'affaire d'avoir quelque confiance dans la valeur future de la roupie. Il était estimé que cet état de choses constituait un obs-

tacle sérieux à l'exportation de capitaux en Inde et à toute entreprise sérieuse (1). »

En 1893 une Commission Royale sous la présidence de Lord Herschell, saisie de la question, décida selon le projet de Kimberley, secrétaire d'Etat des Indes, la suppression de la frappe libre des monnaies d'or et d'argent. Seul le Gouvernement pouvait encore frapper des roupies en échange de monnaies or qui lui seront remises et au rapport d'une roupie pour 16 deniers. En même temps, la Commission décidait que les souverains et demi-souverains allaient être reçus dans les caisses publiques sans limitation de somme. Les décisions de la Commission acquièrent force de loi par le vote du Conseil Législatif de l'Inde du 25 juin 1893.

Mais si cette loi avait eu pour résultat de limiter la frappe, mettant aussi une barrière à la dépréciation intrinsèque de la monnaie, aucun rapport n'était établi entre la valeur de l'or et celle de l'argent. Le taux de 16 deniers la roupie était établi par le Gouvernement tout simplement comme critérium pour la frappe des roupies en échange des monnaies d'or. Il n'y avait pas eu dans la loi de 1893 une adoption de l'étalon d'or aux Indes.

Quelle est alors la portée exacte de la réforme effectuée ? Si l'étalon d'or n'était pas introduit nous ne pou-

1. Paul Aglave, *La Question Monétaire en Extrême-Orient*, page 608.

vons pas dire non plus que l'étalon d'argent fut conservé. En effet du moment que la faculté de frappe est supprimée pour les particuliers, il résulte qu'on veut rendre à la monnaie d'argent une valeur autre que celle résultant du prix du métal sur le marché. La monnaie circulant aux Indes avait donc après 1893 quelque chose de très ressemblant à une monnaie fiduciaire

Nous pouvons même dire qu'elle en était une et que dès lors sa valeur devait se régler simplement suivant la loi de l'offre et de la demande et devait être acceptée sur les marchés étrangers dans la limite des besoins de paiement à faire aux Indes.

M. Chailley Bert dans une communication faite à ce sujet à la Société d'Economie Politique, dans la réunion du 5 décembre 1899 (1), constate que depuis cet act de 1893 les variations du cours de la roupie ont eu moins d'amplitude ; le cours le plus bas a été coté le 23 janvier 1895 à 12 13/12 deniers tandis que le cours le plus haut coté le 27 juin 1893 a été de 16 1/22. Les Indes ont donc bénéficié après la réforme d'une certaine stabilité du prix de sa monnaie, due à la limitation de la frappe, mais il est facile de se rendre compte que ces moindres fluctuations, c'est-à-dire l'avantage tiré par le pays depuis l'act de 1893, résulte de la différence entre les variations du métal blanc et les variations inhérentes

1. Voir *Bulletin de la Société d'Economie Politique*, 1899, p. 160.

à l'étalon de papier. Les fluctuations du change résultant de la balance des comptes ayant somme toute moins d'amplitude que les fluctuations dans les prix du métal, le pays a trouvé un avantage à attribuer à sa monnaie nationale une valeur fictive à la place de sa valeur intrinsèque. Voilà tout ce que cette réforme monétaire pouvait donner et il n'est pas étonnant que le Gouvernement des Indes ne s'en soit pas contenté. En effet dès 1898 il présenta un rapport tendant à obtenir à la roupie le taux de 16 deniers or et si possible faire hausser ce taux pour faire pénétrer l'or dans la circulation. Pour arriver à cela il proposait le retrait de la circulation d'une quantité de roupies qu'on aurait démonétisées et remplacées par de la monnaie d'or. Un emprunt de 20 millions de livres devait être effectué pour permettre au Gouvernement le retrait progressif des roupies en circulation, de manière à garantir à celles-ci le cours à 16 deniers. La proposition fut soumise à un Comité qui après une longue enquête rédigea un rapport en 1899. Ce rapport tendait à l'établissement de l'étalon d'or aux Indes. Les raisons que le Comité met en avant sont d'abord que $\frac{4}{5}$ du commerce de l'Inde se fait avec des pays possédant l'étalon d'or, ensuite que la fixité du change à la parité du métal jaune était absolument nécessaire au pays pour permettre aux capitaux étrangers de venir s'y placer.

Le point de vue de savoir avec quels pays on est en relation d'affaires est important, l'or lui-même ne pro-

curant la stabilité des changes nécessaire qu'en tant qu'il agit entre pays ayant le même étalon ; il est évident qu'il ne jouit que d'une stabilité relative, ayant surtout de la valeur entre les pays qui le possèdent comme monnaie.

La fixation de la parité entre l'or et la monnaie nationale était aussi de grande importance. Cette parité fut maintenue au taux de 16 deniers la roupie.

Ces propositions de la Commission furent adoptées par le Gouvernement de l'Inde et devinrent la loi du 15 septembre 1899 déclarant l'adoption de l'étalon d'or et donnant au souverain cours légal illimité, devant être reçu dans les caisses publiques pour la valeur de 15 roupies. Cependant, point très important, la Commission ne concluait pas à l'obligation de ces caisses de donner de l'or contre la monnaie d'argent. La convertibilité de la roupie en or pour les besoins intérieurs ne lui paraissait nullement nécessaire pour assurer à celle-ci sa valeur par rapport à l'étalon adopté.

Cet étalon est-il effectif ? En parlant de la réforme de 1893 nous avons conclu que par la suppression de la frappe libre de l'argent, l'Inde n'était plus à l'étalon d'argent. Du moment que ce métal monnayé bénéficiait d'une force libératoire supérieure à sa valeur intrinsèque, ce à quoi tendait sa limitation, il est assimilable à un billet et accepté de la même manière pour le pouvoir d'achat qu'il représente. De même lorsque ce pouvoir d'achat est rattaché par un rapport invariable à

l'or, il représente dès ce moment non pas une quantité fixe de métal argent, mais une quantité déterminée d'or. Et c'est pour cette valeur représentative qu'il sera accepté à l'intérieur du pays aussi longtemps qu'il pourra être échangé contre une valeur réelle en or, pour les paiements à faire à l'étranger. Nous devons donc considérer les Indes Anglaises comme possédant un étalon unique d'or.

Après 1899 le cours de la roupie pût être stabilisé et maintenu à 16 deniers ; la situation du pays s'améliora sensiblement. « Les importations d'or n'ont pas cessé d'augmenter : les voici en chiffre rond : 1895, 17 millions 1/2 de roupies ; en 1898, 73 millions, en 1899, 88 ; en 1900, 114 ; en 1901, 119 millions de roupies. En 1895 l'exportation a été de 67 millions de roupies ; en 1898 de 24 ; en 1899 de 23 ; en 1900 de 20 ; en 1901 de 110 millions de roupies. Les importations d'argent se sont élevées en 1901 à 127 millions de roupies et les exportations n'ont monté qu'à 32 millions (1). »

1. Yves Guyot, Exposé à la Société d'Economie Politique, 5 février 1903, voir *Bulletin*, p. 25.

« La roupie valait en 1875, 21,6 deniers, en 1894, 13,1 soit une diminution de 39,5 o/o ; en 1899, 16, soit une augmentation de 22,6 o/o. La dette mesurée en or avait augmenté de 13,3 o/o en 1894 et mesurée en roupies de 28,2 o/o. En 1899 elle avait augmenté de 7 o/o en or et diminué en roupies de 12,7 o/o. L'intérêt avait augmenté en 1894 de 18,4 o/o et il avait diminué en 1899 de 17 o/o.

Ces faits sont mentionnés par M. Fréd I. Atkinson, haut fonctionnaire de l'Administration des Finances de l'Inde, dans une

Comment ce système peut-il fonctionner ? Le Trésor de l'Inde a d'abord constitué un fond spécial qui s'élevait déjà en 1900 à plus de 3 millions de livres sterling : depuis, chaque année le stock augmente par suite du profit réalisé sur la frappe des roupies en échange de l'or versé par les particuliers, de sorte qu'il s'élevait en 1904 à 8 1/2 millions de livres sterling (1). Ce stock est-il suffisant pour assurer le cours de la roupie à 16 deniers ?

Cette parité est soutenue en premier lieu par une balance des comptes favorable obtenue aux Indes après la stabilisation de la valeur de la roupie, par les mesures indiquées ; elle s'équilibre généralement et le plus souvent se solde par des excédents se traduisant par des rentrées d'or. Est-ce uniquement à cette balance des exportations et des importations qu'on doit attribuer l'assainissement monétaire des Indes et la caisse de conversion n'aurait pu avoir sans elle aucune influence sur la balance des comptes et sur les changes ? Dans un article publié en 1917 (2), M. Léon Polier étudiant les

étude publiée dans le *Journal of the Royal Statistical Society* du 30 juin 1902.

Le chiffre des exportations était de 562 millions de roupies en 1875-1876; de 1.038 en 1894-1895; de 1.057 en 1899-1900.

S'il n'a pas augmenté dans une plus large proportion cela tient à la surproduction du thé qui a écrasé les cours, à la surproduction de l'indigo, à la peste de Bombay qui a gêné le commerce du coton. Y. Guyot, *op. cit.*, p. 26.

1. Alglave, *op. cit.*, p. 640.

2. Léon Polier, *La Caisse de Conversion en Argentine*. Article paru dans *la Revue d'économie politique*, 1917, p. 81.

résultats donnés par la Caisse de Conversion instituée en Argentine en 1899 avec une organisation semblable à celle créée aux Indes analyse et répond à cette objection niant l'utilité d'une pareille institution.

« La Caisse de Conversion qui n'a jamais été qu'un organe passif d'échange, n'a pu avoir aucune vertu spéciale capable de faire affluer l'or et par suite elle n'a pu avoir aucune influence sur la stabilisation de la monnaie de papier nationale. Pourquoi donc le métal jaune a-t-il afflué en Argentine ? Tout simplement parce que les exportations se sont développées peu après l'institution de la caisse et que la balance des comptes qui est devenue favorable avec persistance, a produit son effet habituel qui est de déterminer un excédent d'importation du métal jaune. La caisse n'a fait qu'enregistrer ce résultat qui se serait produit sans elle. » Voilà l'objection, et M. Polier répond :

« La Caisse de Conversion par cela seul qu'elle existe et dès l'instant où elle a pu réussir à accumuler une encaisse assez puissante, donne au marché une impression de sécurité et une sécurité réelle qu'il ne pourrait avoir sans elle. Quelle qu'ait été la prospérité de l'Argentine depuis le ^{xx}e siècle, toutes les années n'ont pas été égales. Il y en a eu même de franchement détestables, comme cette année 1911 où la balance commerciale a enregistré un déficit de plus de 42 millions de piastres or. Il y en a eu d'autres comme l'année 1907, où par le seul effet du contre-coup d'une crise étran-

gère, les sorties d'or ont été très fortes. Dans ces années-là le stock d'or de la Caisse de Conversion a joué le rôle de volant régulateur. On savait aussi que grâce à lui on aurait de par la loi et toujours aux mêmes conditions fixes, de l'or contre du papier. »

C'est le grand avantage d'un bon système monétaire que cette certitude d'avoir à sa disposition une monnaie stable pour les paiements extérieurs. C'est par là que la monnaie a une influence indéniable sur les changes en agissant directement sur la balance des comptes. Et la Caisse de Conversion présente cet avantage par la concentration du métal dans le but unique des règlements internationaux, d'aider à conserver son cours à la monnaie nationale avec moins de ressources que si le stock métallique était répandu dans le pays.

Certes, une caisse de conversion « ne peut avoir dans la restauration monétaire du pays qu'un rôle secondaire, comme l'est celui de tous les mécanismes qui ont été imaginés pour assainir les circulations monétaires dépréciées » et que « le premier rôle dans une telle entreprise appartient nécessairement à la prospérité économique de la nation et à sa puissance d'exportation » (1) ; néanmoins ce rôle est indéniable et la parité de la monnaie nationale est solidement soutenue par le fait qu'en cas de déficit la Caisse de Conversion permettant des sorties d'or aide à rétablir l'équilibre, empêche la dépréciation

1. L. Polier, *op. cit.*

monétaire, donne un critérium au taux de l'escompte aussi bien qu'un étalon effectif. Pour les Indes le montant de la réserve a été suffisant pour répondre à ce but, soit parce que dans les rapports des Indes avec les autres pays, la balance commerciale ne s'est pas soldée par des déficits continus, soit aussi parce qu'entre pays possédant le même étalon or, la balance se règle presque automatiquement, le métal se portant là où le besoin se fait le plus sentir.

Nous sommes donc ici en présence d'un pays dont la monnaie se soumet aux mêmes lois que celles qui régissent les pays à l'étalon d'or ; ses règlements extérieurs sont à l'abri de tout aléa provenant d'une fluctuation des changes, non pas uniquement pour la raison que « le débiteur indien n'est jamais acculé à la nécessité d'exporter de l'argent pour régler ses obligations, la balance du commerce étant toujours favorable à l'Inde (1) » mais parce que ce débiteur est assuré de trouver une monnaie à valeur du change international pour acquitter sa dette ; parce que aussi en cas de déficit plus grand, le capitaliste étranger n'hésitera pas à diriger ses capitaux en cas de besoin vers un pays dont l'organisation monétaire le met à l'abri d'une perte résultant pour lui de la dépréciation de la monnaie nationale. Par le mécanisme de leur caisse de conversion, les Indes bénéficient de tous les avantages des pays possé-

1. Alglave, *op. cit.*, p. 638.

dant un étalon effectif d'or, indépendamment de la circulation intérieure, indépendamment de sa garantie de couverture ou de sa valeur intrinsèque du moment que la monnaie nationale peut être transformée suivant une loi invariable en monnaie internationale, et tant que le pays possède ce rapport.

De l'examen de la réforme monétaire des Indes il reste à tirer deux observations :

1° Pour assurer à un pays une circulation à étalon d'or il n'est nullement nécessaire de déterminer un rapport entre la quantité de monnaie quelle qu'elle soit circulant à l'intérieur du pays et le stock d'or. Nous pensons même que ce rapport est impossible à déterminer. Nous ne voyons pas par exemple quelle expérience monétaire a pu prouver qu'une couverture d'un tiers était suffisante ou nécessaire. La quantité de monnaie circulant à l'intérieur ne peut être réglée que par les besoins de la circulation et des transactions auxquels elle doit servir. Par contre la quantité d'or nécessaire à un pays pour lui assurer la convertibilité du billet ne pourrait être mesurée que par les besoins du pays de faire des remises à l'étranger à défaut de papier commercial suffisant ; or, ces besoins ne peuvent jamais être prévus d'avance.

2° Le rapport de valeur de la monnaie nationale et de l'or doit être établi non pas arbitrairement mais suivant le rapport commercial déjà existant entre les deux monnaies au moment où la réforme est effectuée. « Rendre

à la monnaie, non pas son ancienne valeur nominale, mais une valeur fixe quelle qu'elle soit, tel est le but de toute réforme (1). »

Et s'il est de l'intérêt d'un pays de revenir à la valeur nominale ancienne, ce retour, dans le cas où il est possible, doit de toute manière s'effectuer progressivement pour ne pas entraîner une variation violente des prix ou l'invasion du marché national par la marchandise étrangère.

1. J. Favre, *Les changes dépréciés*, p. 24.

CHAPITRE VI

LE PRINCIPE DES CAISSES DE CONVERSION ET LA SITUATION ACTUELLE

L'expérience de la réforme monétaire indienne de 1893 et 1899 et les résultats obtenus par elle, nous suggèrent l'application des mêmes procédés pour remédier à la crise actuelle. Quelles seraient en effet les conséquences d'une transformation foncière du rôle actuellement assigné à l'or ? En relevant le métal jaune de l'obligation de gager la circulation intérieure, ne pourrait-il pas être utilisé à garantir à l'extérieur une valeur constante du billet ?

Et d'ailleurs quelle est la valeur de la couverture que l'or procure au billet fiduciaire à l'intérieur du pays ? En cela une grande transformation s'est produite depuis la guerre. Nous avons vu en effet que la conception qui régissait l'organisation monétaire de la plupart des pays à l'étalon or, était de garantir la monnaie fiduciaire par un tiers de sa valeur en métal. Depuis, une abondance de papier-monnaie sur le marché due aux avances faites

par les banques aux Etats, en même temps que des sorties d'or nécessitées par les besoins des belligérants, ont modifié considérablement ce rapport. Il y a même des pays où la couverture métallique est illusoire. Est-ce à dire que le billet de ces pays est déprécié par le défaut de couverture ou par sa diminution ? Nullement ; ce qui peut déprécier le billet c'est son abondance au-dessus des besoins des transactions internes ou bien son pouvoir d'acquisition à l'étranger ; mais il n'est nullement démontré que le porteur de ce billet y attache plus ou moins d'importance suivant la quantité d'or que ce billet représente et la probabilité plus ou moins grande de son remboursement. Si dans un pays le billet conserve une valeur déterminée, invariable, et que dans les relations extérieures il est à l'abri des fluctuations, le possesseur n'a rien de plus à demander, la monnaie de ce pays est parfaite, et une couverture si forte soit-elle ne peut donner plus. Si le porteur en temps normal peut être certain que le billet de banque est remboursé à volonté en or, dans un pays possédant une couverture considérée suffisante pour garantir cette remboursabilité, il n'ira certainement pas l'échanger contre de l'or si ce n'est dans la nécessité d'une remise à l'étranger. En temps de crise, ce porteur se précipitera aux guichets et demandera le remboursement. S'il s'agit d'un moment de panique le public sera peut-être calmé voyant que les billets sont payés, mais ces paiements n'auront en rien servi à remédier à la crise. Par contre

si cette crise présente certains symptômes de gravité, comme c'est le cas pour une guerre, la Banque fermera sagement ses guichets et les possesseurs de billets s'en retourneront plus ou moins convaincus de la remboursabilité de leurs papiers. Dès lors nous ne voyons pas l'avantage que tire un pays du fait du principe de la remboursabilité intérieure, du moment qu'il ne peut fonctionner qu'à moitié et que cette moitié se trouve être juste celle qui n'est d'aucune utilité pratique. Si par contre il s'agit d'une garantie purement potentielle, n'importe quel gage d'une autre nature, immeubles, revenus, créances, remplirait le même rôle que l'or ; si on n'y a pas eu recours c'est que cette nature de garantie est suffisamment remplie par le crédit de l'Etat.

Nous devons conclure à l'inutilité de la garantie du billet par une monnaie métallique à l'intérieur du pays comme nous avons conclu à l'inutilité de la circulation de cette monnaie. C'est peut-être dans cette constatation que les théories niant l'importation de l'or ont pris source.

La monnaie métallique ainsi déliée d'une obligation à laquelle d'ailleurs elle ne peut répondre que d'une manière incomplète, comme facteur moral peut-être, ne pourrait-elle par contre satisfaire pleinement et même après la crise actuelle aux besoins des règlements internationaux ? Ici une question de mesure de prudence politique se pose. Il s'agit en effet en rendant la convertibilité du billet à l'extérieur, de redresser la balance

des comptes en procurant au pays la possibilité de reprendre son commerce, de se fournir librement et selon les besoins des matières et outils nécessaires au développement de sa production nationale. En garantissant le cours de la monnaie nationale on porte une influence salubre au développement économique de ce pays, en même temps qu'on donne aux pays étrangers la possibilité de placer des capitaux, si cela est nécessaire, et qui contribueront à agir d'une manière favorable sur la balance des comptes. Mais il s'agit aussi de mesurer le pouvoir de la cause pour produire l'effet et de ne pas épuiser une réserve de change en n'obtenant en fin de compte qu'une amélioration passagère dans la balance des règlements internationaux.

C'est ce qui pourrait arriver si on décrétait par exemple la reprise des paiements en espèces à l'ancien pair pour une monnaie fortement dépréciée ou si on ne provoquait pas un appel des capitaux étrangers par l'élévation du taux de l'escompte. On aurait alors un avantage direct à obtenir l'or contre des billets valant commercialement moins. Nous avons vu que la Commission d'enquête pour étudier les problèmes de la circulation fiduciaire en Angleterre, conclut dans son rapport à la fixation « d'un minimum normal de la réserve d'or principale à constituer soit, tout d'abord, de 150 millions de livres. Jusqu'à ce que cette somme ait été atteinte et maintenue concurremment avec un change étranger satisfaisant pendant au moins une année, il

sera prudent de s'attacher à réduire l'émission des billets non couverts ». La Commission, en agissant sur la circulation fiduciaire, tend à en faire hausser le prix par la loi de l'offre et de la demande. On voit la préoccupation de maintenir l'encaisse à un certain montant tant que la valeur commerciale du billet ne se serait pas haussée au pair de l'or.

Mais n'aurait-on pas un avantage à fixer dès maintenant ce rapport effectif entre la valeur de l'or et du billet, ce qui constitue la prime de l'or, à le stabiliser au taux actuel, plutôt que d'attendre le moment peut-être très lointain, où la réduction des billets aux besoins du commerce sera possible ? Nous croyons même qu'en agissant ainsi on influencerait favorablement la valeur du billet et son pair nominal serait ensuite plus facilement atteint. Quoi qu'il en soit un profit immédiat résulterait de la fixation des changes aux taux actuels, en attendant une suppression progressive de la prime, suppression qu'on ne doit pas effectuer artificiellement, non seulement parce que cela mettrait en danger l'encaisse pour les raisons que nous avons exposées, mais aussi parce que « cette appréciation forcée de l'unité monétaire, produirait en sens inverse, une crise analogue à celle qui résulte de la dépréciation (1) ».

Une fois la stabilisation du cours de la monnaie nationale obtenue par le remboursement des billets destinés

1. L. Favre, *Les Changes dépréciés*, p. 221.

aux paiements extérieurs au taux de leur valeur or actuelle, l'encaisse métallique destinée à cela se défendrait d'elle-même par le mécanisme fonctionnant en temps normal. Ce mécanisme n'a pas pour but d'effectuer des paiements en monnaie métallique (1), c'est par le développement d'une minime quantité de métal que les règlements internationaux se font. Nous ne devons pas oublier ce rôle « secondaire de l'or en tant qu'instrument de paiement » lorsque nous appréhendons la fuite à l'étranger et l'appauvrissement du pays en change. Et c'est poussés par cette prudence injustifiée que les Gouvernements défendent à leur encaisse de jouer son rôle « essentiel en tant que propulseur et régulateur de tous ces mouvements de capitaux qui permettent la compensation intégrale des créances et des dettes » (2).

Quant aux pays possédant actuellement un change avantageux et se trouvant par là dans une situation favorable, la réforme permettant aux pays belligérants de stabiliser le prix de leur monnaie aurait pour ces premiers la même importance. Si c'est un point acquis que tout l'inconvénient résulte des fluctuations entraî-

1. Les opérations de crédit à long ou à court terme sont nouées précisément pour éviter de faire des envois d'espèces : la hausse du taux de l'escompte est décidée par les banques d'émission pour défendre leur encaisse contre les prélèvements du commerce en vue de l'exportation.

Décamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*, p. 10 et suiv.

2. Décamps, *op. cit.*

nant l'incertitude dans les rapports commerciaux, la gêne en résultant est sentie avec la même intensité par les uns comme par les autres. Un pays à bonne monnaie subit les mêmes entraves à la reprise des transactions avec un pays à monnaie avariée. On comprend alors l'intérêt que ces pays auraient à la réalisation d'une pareille réforme, qui mettrait un terme à un état erratique paralysant leur activité économique.

Nous avons vu plus haut comment l'encaisse métallique à qui on aurait rendu la puissance d'agir, pourrait se défendre par la liberté de ses mouvements contre un épuisement. Si maintenant nous regardons cette encaisse au point de vue des pays à change haut, nous voyons qu'eux-mêmes auront à se défendre contre l'augmentation de leur stock de métal. Le libre jeu des transactions ne manquera certainement pas de rétablir promptement l'équilibre. En effet si des envois d'or doivent être faits dans ces pays « en même temps qu'ils fournissent un appoint pour le rétablissement de l'équilibre, ces envois créent sur le marché auquel ils sont destinés des conditions monétaires telles que le crédit se met en mouvement pour arrêter l'invasion ». Et M. Décamps en parlant de ces conditions défavorables au pays ayant à subir un afflux d'or, nous donne l'exemple de la politique suivie par l'Entente pour obtenir des crédits en Amérique. Cette politique consistait à créer sur le marché « un état d'abondance, presque de saturation qui rendit des larges ouvertures de crédit aussi

nécessaires à l'Amérique qu'aux nations de l'Entente appelées à en bénéficier ». On n'a pas eu à se servir de cette arme, les Etats-Unis ayant consenti des crédits, mais « par la suite les transferts ont pris une importance telle qu'à l'été et à l'automne de 1916, abstraction faite de quelques resserrements passagers, le taux normal de l'argent à vue avait peine à se tenir à 2 1/4 0/0 et qu'un fort mouvement poussait les milieux financiers à chercher dans les prêts à l'étranger un exutoire à la surabondance des capitaux disponibles (1) ».

1. Décamps, *op. cit.* p. 34.

CONCLUSION

Si des mesures restrictives paralysant l'action des facteurs économiques sont nécessaires pendant la guerre, alors que la situation financière du pays dépend principalement du sort des armes et que toutes ses ressources doivent être mobilisées et mises en ligne de combat, une fois la guerre finie le libre jeu des influences économiques doit être obtenu sans retard. Leur réglementation et leur enchaînement dans des restrictions peuvent servir le belligérant, elles ne peuvent que nuire au développement du pays en temps de paix, et en essayant de maintenir artificiellement un équilibre on risque fort de compromettre pour longtemps son rétablissement. C'est ce qui arrivera probablement pour les changes si la politique actuelle des gouvernements vouant les pays à une monnaie avariée ne cède par la place à une autre plus consciente de la nécessité de rendre la liberté aux facteurs économiques entrant en première ligne dans le rétablissement de l'équilibre perdu.

Un de ces principaux facteurs est certainement la monnaie internationale, celle communément adoptée

par la plupart des pays, l'or. Lui rendre sans retard son rôle d'instrument régulateur des paiements, permettre par là le fonctionnement normal de l'escompte, ce sont des mesures dont l'application peut avoir certaines conséquences dures pour les pays, mais qui s'imposent à toute tentative d'assainissement monétaire. Pour y arriver il faut dégager le stock métallique de la circulation intérieure pour l'affecter uniquement aux règlements internationaux. La balance des comptes en ressentira indubitablement l'influence favorable.

Vu : le Président de la thèse,

CHARLES RIST

Vu le Doyen

F. LARNAUDE

Vu et permis d'imprimer

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris

L. POINCARÉ

BIBLIOGRAPHIE

- Alglave (Paul)*. — La Question monétaire en Extrême-Orient.
- Arnauné*. — La Monnaie, le Crédit et le Change.
- Bergès et Besson*. — Problèmes financiers et monétaires.
- Cahen (Paul)*. — L'abolition du Cours forcé en Russie et Autriche, dans Questions monétaires contemporaines.
- Chailley-Bert*. — Communication à la Société d'Economie politique, 5 décembre 1899.
- Charriaut et Hacault*. — La liquidation financière de la guerre.
- Décamps (Jules)*. — L'or et les règlements internationaux pendant la guerre.
- Favre (Jean)*. — Les changes dépréciés. Paris, 1906.
- Fochier (Emmanuel)*. — La circulation fiduciaire et la crise des changes en Italie et Espagne.
- Gide (Charles)*. — L'or et le change. Conférence faite à la Sorbonne, 1916.
- Goshen*. — Traité des changes. Trad. Say.
- Guyot (Yves)*. — Le caractère du libre-échange. Conférence du 11 juin 1918.
- Les causes et les conséquences de la guerre.
- Sur l'émission d'un billet de banque international (Le Monde Nouveau, 1919).
- Jèsè (Gaston)*. — La situation financière en 1918.
- Les finances de guerre de l'Angleterre ; Les finances de guerre de la France (Revue de Science et de Législation financières, t. XVI et XVII).
- Juglar (Clément)*. — Communication faite le 5 décembre 1899 à la Soc. d'Economie politique.
- Lachapelle*. — La hausse des prix (Rev. de Paris, avril 1919).

- Lamauski*. — Communication faite le 5 juin 1900 à la Soc. d'Economie politique.
- Leroy-Beaulieu*. — Traité d'Economie politique, t. IV.
— Traité de la Science des finances, t. II.
- Lévy (Raphaël Georges)*. — Communication faite le 5 juin 1900 à la Soc. d'Economie politique.
- Mathews (Frédéric)*. — Une Politique du change (Journal des Economistes, juillet 1919).
- Nogaro (Bertrand)*. — Contribution à une théorie réaliste de la monnaie (Revue d'Economie politique, 1906).
— L'émission d'un billet de banque international (Le Monde Nouveau, 1919).
- Pallain (Jacques)*. — Les Changes étrangers et les prix. Thèse.
- Paturel (Germain)*. — Politique douanière et propriété industrielle.
- Polier (Léon)*. — La caisse de conversion en Argentine (Rev. d'Economie politique, 1917).
— Le problème de la circulation fiduciaire (L'Europe Nouvelle, 1919).
- Raffalovich (Arthur)*. — Le Marché financier en 1918. Réflexion d'économiste. La circulation fiduciaire et l'or aux Etats-Unis durant la guerre (Journal des Economistes, 1919).
— L'inflation des signes monétaires et du crédit.
- Ramondou (Charles)*. — Etudes sur les conditions du renouvellement du privilège de la Banque de France. Paris, 1919.
- Rebond (Paul)*. — Essais sur les changes étrangers.
- Rist (Charles)*. — Cours d'économie politique professé à la Faculté de Droit de Paris, 1917-1918.
— La Situation financière de l'Allemagne, Autriche-Hongrie et leurs Alliés, 1919.
- Say (Léon)*. — Exposé des motifs au Budget général de 1876.
- Stilwell*. — Le Grand plan.
- Stuart Verijn*. — La Question de l'or (Economic Journal, 1919).
- Théry (Edmond)*. — Situation économique et financière de l'Italie, 1903.
- Théry (René)*. — Rapport des changes avariés et des règlements extérieurs.
-

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION.....	7
CHAPITRE PREMIER. — De la monnaie et son rapport avec les changes.....	13
§ 1. — De l'influence de la monnaie sur les varia- tions des changes.....	14
§ 2. — Du rôle de l'or comme moyen d'échange international.....	27
CHAPITRE II. — L'expérience du passé.....	35
§ 1. — Quelques crises monétaires dans les princi- paux pays.....	37
§ 2. — Comparaison des crises précédentes avec celle engendrée par la guerre actuelle.....	57
CHAPITRE III. — L'opinion actuelle. La tendance des gouvernements.....	64
CHAPITRE IV. — L'opinion actuelle. Les publicistes...	92
§ 1. — Le papier-monnaie international.....	95
§ 2. — L'encaisse internationale.....	100
CHAPITRE V. — Le système des Caisses de Conversions. Les Indes Anglaises.....	103
CHAPITRE VI. — Le principe des Caisses de Conversion et la situation actuelle.....	120
CONCLUSION.....	128
BIBLIOGRAPHIE.....	130

